

LA BAISSÉ DE L'INTÉRÊT EN GRANDE-BRETAGNE DE 1932 A 1936

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 19 Décembre 1936

PAR

Robert LASSON

JURY :

Président : M. LESCURE, professeur

Suffragants { *MM. AFTALION, professeur*
NOGARO, professeur

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE

Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et Ancienne Librairie F. Pichon réunies

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS

Librairie du Conseil d'Etat et de la Société de Législation comparée.

20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^t)

1936

Tous droits réservés

THÈSE POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.***

LA BAISSÉ DE L'INTÉRÊT EN GRANDE-BRETAGNE DE 1932 A 1936

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 19 Décembre 1936

PAR

Robert LASSON

JURY :

Président : M. LESCURE, professeur

Suffragants { MM. AFTALION, professeur
NOGARO, professeur

PARIS

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT & DE JURISPRUDENCE
Ancienne Librairie Chevalier-Marescq et C^{ie} et Ancienne Librairie F. Pichon réunies
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS, ADMINISTRATEURS
Librairie du Conseil d'Etat et de la Société de Législation comparée
20, RUE SOUFFLOT (5^e ARR^{ts})

1936

Tous droits réservés



LA BAISSÉ DE L'INTÉRÊT

EN GRANDE-BRETAGNE DE 1932 A 1936

INTRODUCTION

La crise économique qui, depuis, plusieurs années, trouble l'économie mondiale, n'a pas manqué de retenir l'attention de nombreux économistes. Par sa généralité, elle atteint tous les peuples, par son intensité elle risque d'entraîner de grosses répercussions sociales. D'autant plus préoccupés d'y mettre un terme que ses effets se révèlent plus néfastes, les pouvoirs publics appliquent à la hâte les théories les plus diverses. Parmi ces nombreuses tentatives souvent même contradictoires, il semble difficile de retirer un enseignement définitif. Encore trop récentes pour en apprécier utilement les résultats, ces expériences ne permettent pas encore à l'observateur impartial d'éclairer son jugement. Toutefois, il apparaît aujourd'hui qu'une des causes les plus préoccupantes du marasme des affaires est celle de l'endettement général.

La crise actuelle semble à beaucoup d'égards être due à une mauvaise organisation du crédit. L'évolution industrielle et sociale du siècle dernier a transformé les industries de la production comme elle a multiplié les besoins des individus. La concentration et la rationalisation des industries ont déterminé une

demande importante de capitaux que le développement des relations internationales a encore accrue.

De même l'intervention incessante de l'Etat dans l'économie privée a entraîné une augmentation considérable de la dette publique. L'épargne sollicitée ainsi de tous côtés n'a pas manqué de s'investir et la facilité des placements s'est accompagnée d'un développement infini des titres de crédit. La charge des emprunts devient une des préoccupations constantes des industriels comme de l'Etat.

De son amortissement dépend, pour le premier, l'amélioration de son prix de revient et pour le second, la réalisation de l'équilibre budgétaire. La production moderne conçue pour répondre aux besoins d'une économie prospère, supporte difficilement le poids des charges du capital. Le sort des débiteurs s'avère ainsi de plus en plus angoissant. L'essor industriel des cinquantes dernières années avait prouvé l'importance du crédit, la crise récente montre la nécessité d'une politique de crédit, toutefois, si de nombreux économistes ont développé les avantages théoriques d'une baisse de l'intérêt, les expériences récentes tentées dans les nombreux pays montrent aisément quelles sont, à cet égard, les possibilités pratiques.



Les variations du taux de l'intérêt se sont produites de tous temps et les marchés financiers ont connu à diverses reprises une baisse prolongée du loyer de l'argent. Mais alors qu'à la fin du xix^e siècle, certains économistes, comme M. Raffalovitch, voyaient dans cette baisse une fatalité économique à laquelle les capitalistes ne pouvaient se soustraire, M. Keynes prétend aujourd'hui dans un ouvrage récent et

d'un grand retentissement que la prospérité mondiale est liée à l'abaissement du taux de l'intérêt. La contradiction qui apparaît ainsi peut s'expliquer cependant par le fait que le premier se place au point de vue des prêteurs, alors que l'autre préoccupé avant tout de la situation pénible de l'industrie britannique envisage le sort des producteurs. Quoi qu'il en soit, et loin de voir dans le bon marché de l'argent une panacée universelle, il est certain qu'une faible rémunération des capitaux n'est pas sans présenter de multiples avantages tant en ce qui concerne les particuliers que l'Etat.

La naissance du machinisme, la création de très nombreuses sociétés de capitaux ont transformé la production. Le prix de revient s'est trouvé directement influencé par la rémunération que l'emprunteur devait prévoir pour le capital investi dans son entreprise. Le bon marché de la fabrication dépendant en effet de la multiplicité des objets fabriqués ou vendus est ainsi lié à la prospérité générale. Dès que celle-ci cesse, le poids des charges fixes apparaît rapidement intolérable. Lors de la dernière crise, l'économie britannique ne pouvait manquer d'en ressentir les effets. Ceux-ci se sont d'autant plus faits sentir que le niveau élevé de la vie pénalisait lourdement les produits anglais dans la concurrence internationale. Aussi conçoit-on aisément qu'une baisse de l'intérêt apporte un allègement sensible au commerce et à l'industrie de ce pays. Les facilités de trésorerie qu'elle procure à toutes les entreprises, la possibilité de convertir les dettes anciennes, souvent conclues à des taux élevés en des emprunts moins onéreux, sont parmi les facteurs essentiels de la reprise.

De même, l'Etat qui a toujours été un grand emprunteur, retire de la baisse de l'intérêt un avantage

évident. L'amortissement de la dette publique est dans tous les pays un sujet de préoccupation constante. En Angleterre, le fardeau des arrérages à payer y est particulièrement important et absorbe une notable partie des recettes ordinaires. D'autant plus lourdes à supporter que les produits budgétaires s'amenuisent en temps de crise économique, les charges de la dette empêchent l'équilibre budgétaire et retardent tout allègement de la fiscalité.

Dans de telles circonstances, une amélioration du crédit public est infiniment désirable. Consacrant le retour de la confiance, elle permet, en outre, à la trésorerie de retrouver une aisance monétaire, elle prépare enfin la conversion des rentes et généralise la baisse de l'intérêt sur le marché financier. L'allègement des charges de la dette facilite alors l'équilibre du budget dans le même temps que l'industrie bénéficie d'une monnaie abondante et bon marché. Ces avantages paraissent aujourd'hui suffisamment décisifs pour nécessiter de la part de tous les pouvoirs publics les efforts indispensables à une chute du loyer de l'argent.

*
**

Autrefois celle-ci était la conséquence d'un afflux d'or dans le pays, actuellement il semble que ce facteur ne joue plus qu'un rôle secondaire et qu'elle s'opère indépendamment de la quantité d'or possédée par l'Etat qui en bénéficie. Bien plus, la baisse de l'intérêt favorise les pays anglo-saxons dont la monnaie n'est plus rattachée à l'étalon or, alors que les pays à monnaie stable connaissent, comme c'est le cas pour la France, un enchérissement du crédit des plus préjudiciables au rétablissement de leur prospérité. Malgré les efforts faits dans tous les Etats pour parvenir à une

baisse de l'intérêt, il faut constater une très grande diversité de taux et c'est précisément là où le loyer de l'argent, eu égard à l'instabilité monétaire, devrait être le plus élevé, qu'on enregistre une baisse profonde. Le phénomène, pour paradoxal qu'il puisse paraître, n'en rend que plus intéressant l'étude de toutes ces situations ; il n'est pas de gouvernement qui n'ait souhaité profiter et faire bénéficier l'économie nationale d'un crédit abondant et bon marché. La plupart des Etats industriels, pour y parvenir, ont pris des mesures qu'ils croyaient les mieux appropriées à la situation particulière de leur pays. Cependant, il faut reconnaître que de grandes inégalités se sont produites ; il semble même qu'il y ait des contradictions entre les situations des différents Etats et les taux d'intérêts qui y sont pratiqués. Des contrées très voisines ayant une structure financière et économique sensiblement analogues obtiennent des conditions de crédit profondément différentes, alors que d'autres nations où une baisse de l'intérêt paraissait peu probable, connaissent actuellement des taux extrêmement bas. Des méthodes identiques donnent parfois des solutions opposées, alors que des expériences d'un caractère nettement différent arrivent à une identité de résultats. A cet égard, l'étude des situations respectives de multiples pays présente un grand intérêt ; elle peut être pour la France d'une grande utilité. Celle-ci, malgré la stabilité de sa monnaie et la possession de réserves métalliques considérables, ne bénéficie pas d'une facilité de crédit que sa situation financière lui permettait d'espérer. Bien plus, la trop grande différence entre les taux pratiqués sur le marché monétaire et sur le marché financier mettent en lumière les difficultés auxquelles se heurtent un abaissement du loyer de l'argent.

Techniquement, celui-ci est d'une réalisation facile, aussi l'obstacle principal qui se révèle dans la contradiction des taux de l'argent à court terme et de l'argent à long terme est-il d'ordre psychologique. Depuis quelque temps la France ressent un malaise qui compromet le rétablissement de sa prospérité. Le manque de confiance dans l'avenir des finances publiques, la crainte de troubles sociaux créent une atmosphère de pessimisme peu propice à une expansion de crédit. Les capitaux sont thésaurisés, et dans l'incertitude du lendemain, ils ne consentent à s'investir qu'à des taux très élevés.

Cet état de choses est d'autant plus regrettable qu'à la même époque l'Angleterre et les Etats-Unis, bien qu'ayant une monnaie instable jouissent d'un crédit exceptionnellement bon marché. Dans ces deux pays, les prêts à court terme sont à peu près gratuits, et le loyer de l'argent à moyen et long terme s'est abaissé à un niveau très bas. Malgré une situation économique et financière sensiblement différente, l'identité des résultats obtenus ne laisse pas d'attirer l'attention : la politique du gouvernement américain visait essentiellement à redonner au dollar le pouvoir d'achat qu'il avait dans les années d'après-guerre ; aux Etats-Unis, c'est donc le marché intérieur qui est prépondérant ; en Angleterre, au contraire, la préoccupation dominante fut de reconquérir les marchés extérieurs et de donner aux exportations une impulsion nouvelle, c'est donc la situation extérieure qui préoccupait les pouvoirs publics. Mais tous deux n'en ont pas moins obtenu sur leur marché respectif, une baisse profonde et durable de l'intérêt.

leur marché respectif, une baisse profonde et durable de l'intérêt.

La situation financière de l'Allemagne n'est pas moins intéressante à étudier. Ce pays, en dépit d'obstacles considérables, a réussi à développer une politique de crédit facile. Malgré les appels répétés de l'Etat à l'épargne, le taux de l'escompte, à Berlin, ne dépasse pas 3 %, et les obligations d'Etat 4 1/2 % étaient récemment encore négociées au-dessus du pair. Cette situation, pour paradoxale qu'elle puisse paraître, trouve son explication dans l'attitude du gouvernement à l'égard du marché monétaire qui, grâce à ses efforts, a pu conserver une aisance monétaire apparente. La politique poursuivie par la Reichsbank y a également contribué. Celle-ci est autorisée à créer des disponibilités nouvelles par l'achat de bons du Trésor, de bons de travail portant la garantie du gouvernement et de valeurs d'Etat. Grâce à ces titres qui, à l'heure actuelle, assurent la couverture de la monnaie jusqu'à concurrence de 97 %, l'Allemagne a connu un crédit abondant ; certes, elle n'y est parvenue qu'au prix d'un isolement économique et financier de plus en plus accentué, mais il n'en reste pas moins qu'au point de vue des facilités de crédit, elle a réalisé une expérience des plus intéressantes. Il serait toutefois dangereux de croire qu'une atmosphère de confiance et d'optimisme comme celle dont bénéficie l'Angleterre ou que la volonté d'un gouvernement autoritaire comme en Allemagne puisse suffire à améliorer les conditions du crédit. L'exemple de l'Italie est à cet égard des plus probants.

Le gouvernement fasciste s'est attaché à diminuer le taux de l'intérêt qui, jusqu'alors, était assez élevé. Son effort, couronné de succès, lui a permis de conclure des emprunts, en 1933, au taux de 4 % et émis au

pair. De même, il a réussi une conversion des rentes, quoique celle-ci lui ait coûté 3 milliards. Mais cette baisse dans un pays où les capitaux sont peu abondants ne répondait pas à la situation réelle de l'Italie. Pour avoir été trop loin, le gouvernement s'est vu dans la nécessité de procéder à une véritable opération de contre-conversion et, depuis lors, les taux d'intérêt n'ont cessé de s'élever. Ainsi, dans chaque pays, il faut tenir compte d'une multitude de facteurs parmi lesquels le volume de l'épargne et la richesse nationale jouent un rôle non négligeable. De leur importance respective dépendent les possibilités et les limites d'une baisse de l'intérêt. A cet égard, l'Angleterre semble particulièrement favorisée. Sans avoir eu recours à aucune fixation légale du taux de l'intérêt qui, bien souvent, va à l'encontre des résultats escomptés, elle a su, à une époque où le bon marché des capitaux constitue un privilège décisif, créer et entretenir une baisse profonde de l'intérêt. Les conditions dans lesquelles s'est développée cette expérience la rendent particulièrement riche en enseignements, l'importance de ces effets, tant sur les finances publiques que sur l'économie nationale, en fait pour les autres pays un exemple des plus précieux.

PREMIERE PARTIE

LES FACTEURS DE LA BAISSSE DE L'INTERET

L'extrême bon marché du crédit en Grande-Bretagne n'est pas dû à une cause unique, mais à une multitude d'événements. La chance de l'Angleterre a été que ceux-ci se soient produits simultanément, mais il ne faudrait pas croire que cette chute du taux de l'intérêt reste l'effet d'un pur hasard, bien au contraire, il n'est peut-être pas de pays où elle n'ait été souhaitée avec autant d'impatience et où sa réalisation n'ait fait autant l'objet des efforts du Gouvernement. Circonstances fortuites et politique délibérée des pouvoirs publics ont toutes deux contribué à la baisse du loyer de l'argent.

CIRCONSTANCES FORTUITES

Depuis quatre ans, la Grande-Bretagne semble nettement favorisée. L'amélioration de son crédit s'est trouvée facilitée non seulement par des circonstances particulières au peuple anglais, mais encore par une série d'événements qui lui étaient entièrement étrangers.

1. — Circonstances particulières au Peuple anglais

LES INSTITUTIONS ET LE TEMPÉRAMENT ANGLAIS

Grâce à la parfaite organisation de ses institutions et grâce aussi au tempérament anglais, l'Angleterre a pu, plus facilement qu'aucun autre pays, surmonter les difficultés financières qui précédèrent le rétablissement de sa prospérité. L'excellent fonctionnement des institutions parlementaires permet à ce pays des réalisations que l'instabilité du gouvernement rendrait impossible en France.

L'importance des partis assure aux ministères une majorité homogène et fidèle. L'atmosphère particulière des débats à la Chambre des Communes permet un travail utile. La politique du gouvernement ne se voit pas entravée par de vaines discussions. Le projet de budget est habituellement adopté sans modifications importantes et les estimations de la trésorerie se révèlent, en règle générale, d'une grande exactitude. La

trésorerie britannique joue dans la politique financière de l'Etat un rôle de tout premier plan. Composée de fonctionnaires soigneusement choisis et extrêmement compétents, elle apporte au Chancelier de l'Echiquier une aide précieuse. En temps de crise, la grande expérience et les fortes traditions qu'elle a su conserver, lui permettent de prendre rapidement les mesures les mieux appropriées à la situation. Aussi les résultats obtenus sont-ils des plus satisfaisants. Ayant à sa disposition d'excellents techniciens et assuré d'une certaine longévité, le gouvernement peut poursuivre pendant plusieurs années une politique déterminée. Mais si le fonctionnement des institutions parlementaires est favorable à la réalisation d'une bonne politique monétaire, celle-ci trouve dans l'opinion publique un terrain favorable.

L'Anglais moyen fait en général confiance en ses dirigeants et plus généralement à tous ses concitoyens, Les relations économiques ou financières se font dans une atmosphère de « fair play », aussi le peuple n'a-t-il pas entravé, par une attitude hostile, l'expérience tentée par le gouvernement ; par ailleurs, l'Anglais est fier d'être Anglais. L'orgueil et l'amour-propre jouent dans ses réactions un rôle important. Il tient au prestige de son pays, et pour le maintenir, il est capable de consentir de très lourds sacrifices. C'est ainsi que l'aggravation de la fiscalité de 1931 a été acceptée sans protestation. Il n'est pas douteux qu'un des facteurs essentiels du succès de la conversion a été le calme du rentier et du déposant britanniques. Ceux-ci se sont absolument refusés à admettre que la livre puisse connaître le même sort que les monnaies continentales. De même que les Anglais continuaient à vivre aussi largement qu'autrefois avec un revenu diminué, de même, ils ont voulu ignorer la chute de la livre.

Cet état d'esprit a mis les établissements de crédit à l'abri des runs et empêché la fuite de la monnaie qui eût conduit à l'inflation et à la hausse des prix. Enfin, soit paresse d'esprit, soit absence de réaction de la part d'un peuple qui n'avait pas connu après la guerre les méfaits de la dévaluation, l'abandon de l'étalon or ne s'est accompagné d'aucune panique. Aussi les pouvoirs publics ont-ils pu poursuivre dans le calme leur politique de crédit. La notion de sacrifice a permis au peuple d'accepter des mesures très sévères. La confiance qu'il n'a cessé d'avoir dans l'avenir du pays a évité les retraits de capitaux. Aussi bien l'Angleterre n'a-t-elle pas connu de thésaurisation, la monnaie, au lieu de fuir, a continué à circuler comme par le passé et c'est cette absence de thésaurisation qui a contribué pour une large part à l'abaissement du loyer de l'argent et au relèvement des finances publiques qui s'en suivit. Ce relèvement est d'autant plus remarquable que la suprématie du marché de Londres ne semblait pas devoir survivre à la chute de la livre ; or, il apparaît que c'est précisément son importance qui restreignit les pertes de l'Angleterre et lui permit d'entraîner le monde dans son sillon.

IMPORTANCE DU GROUPE STERLING

Si les réactions du peuple britannique, devant la chute de la livre, ont permis d'éviter une thésaurisation des devises, l'importance même de la monnaie anglaise dans l'économie mondiale, en permettant une stabilité relative des prix, a contribué également à l'aisance monétaire. La situation commerciale, financière et politique de la Grande-Bretagne explique en effet que l'abandon de l'étalon or ait eu, tant au point de vue intérieur qu'au point de vue extérieur, des consé-

quences toutes différentes de celles qu'aurait entraînées, pour tout autre pays l'abandon du Gold Standard.

La position géographique de l'Angleterre détermine son expansion maritime. Naturellement incitée à développer son commerce, ses navires ne tardèrent pas à s'assurer la première place dans le monde. L'avènement du machinisme au xix^e siècle fut pour la Grande-Bretagne l'origine d'un nouvel essor. Sa suprématie industrielle, en accroissant sa dépendance vis-à-vis de l'étranger, exigeait une politique libérale.

Cette politique facile à réaliser dans un temps où les peuples jeunes n'avaient pas encore acquis l'équipement industriel que la plupart d'entre eux possèdent aujourd'hui, assuraient alors aux produits anglais des débouchés illimités. La multiplicité des relations ainsi établies habitua l'étranger à connaître et à adopter les habitudes du commerce britannique. Celui-ci, parfaitement adapté aux nécessités de l'heure, ayant su faire de Londres le marché mondial des marchandises, satisfaisait en effet, à tous les besoins de la clientèle internationale. La cotation des cours en livres contribuait à faire de celles-ci une monnaie mondiale. La stipulation des contrats en devises anglaises était d'autant plus avantageuse que la Cité avait su développer, concurremment au commerce un grand centre financier.

Progressivement, l'organisme financier de Londres s'était développé en vue de répondre aux besoins multiples du commerce international. A côté de leurs anciennes fonctions commerciales, les exportateurs se lancèrent peu à peu dans des opérations bancaires. La création d'un marché des acceptations vint renforcer et accroître, sur le terrain financier, le prestige que la place de Londres s'était déjà acquis en tant que mar-

ché mondial des marchandises. La souplesse et la diversité des organismes bancaires, en multipliant les possibilités, incitèrent tout naturellement les industriels et les commerçants à passer par l'intermédiaire des agences britanniques. La Cité et la Bourse du commerce devinrent ainsi un centre d'attraction et cela d'autant plus facilement qu'une longue stabilité de la livre jointe à la loyauté des transactions anglaises concouraient à donner à la livre un rayonnement tout particulier.

De fait, la livre sterling, pendant près d'un siècle, ne connaissant aucune dépréciation, permettait la sécurité des transactions et les vues d'avenir indispensables à la passation des marchés. Menacée à diverses reprises, elle a toujours été ramenée au pair. Le prestige et l'orgueil britannique ont exigé, dès la fin de la guerre, au prix de lourds sacrifices, son rattachement à l'or. Un instant menacée par la puissance financière grandissante des Etats-Unis, l'Angleterre n'a pas tardé à reprendre la première place malgré la charge écrasante qu'elle laissait retomber sur son industrie.

Dans la débâcle monétaire d'après-guerre, l'influence de la livre demeure prépondérante. L'adoption par de nombreux Etats du Gold Exchange Standard a fait de la livre une des monnaies garantes de la devise du pays, L'influence ainsi acquise par la Grande-Bretagne s'est trouvée considérablement accrue, elle le fut d'autant plus que son expansion financière et commerciale trouvait un utile prolongement dans les conquêtes politiques qu'elle s'était assurée, soit directement par la création de colonies, soit indirectement par l'exportation de capitaux.

Première nation coloniale, l'Angleterre s'est constituée auprès des peuples jeunes et d'une industrie peu

évoluée, des marchés immenses, à la fois réservoirs d'hommes et de matières premières.

Elle trouve dans les dominions, anciennes colonies de peuplement, une clientèle abondante qui accroît et prolonge la puissance de la métropole. Les colonies moins évoluées lui fournissent des débouchés pour l'exportation de ses produits fabriqués. Auprès des deux, dominions et colonies, son influence financière reste prépondérante. Tous deux d'une économie encore fragile trouvent dans la Grande-Bretagne un utile soutien, et celle-ci un surcroît d'influence. Cette expansion ne se limite d'ailleurs pas aux frontières de ses possessions. Par une habile exportation de capitaux, les épargnants anglais ont su entraîner dans l'orbite de l'empire de nombreux petits Etats. La nécessité, pour certaines nations, de trouver des capitaux pour parfaire l'équipement économique du pays, s'est ainsi traduite par un affaiblissement de leur indépendance. Il en est résulté pour l'Angleterre une puissance de rayonnement qu'aucun autre pays n'a su acquérir. Cette puissance financière et économique a permis à la dévaluation de la livre d'avoir des conséquences tout à fait particulières, tant en ce qui concerne les répercussions extérieures qu'elle a pu entraîner que • les réactions de l'économie intérieure.

Au point de vue international, la chute de la livre a départagé l'économie mondiale en deux camps. Alors que la chute des monnaies allemandes en 1923 n'avait eu que des conséquences nationales, que la chute du franc en 1926 avait vu la fuite de la monnaie, le renchérissement de prix et le décuplement des exportations, l'abandon de l'étalon or par la Grande-Bretagne n'a eu aucune de ces conséquences, mais à l'inverse il a entraîné dans son sillage la majorité des nations. Les dévaluations allemandes et françaises conservèrent un

caractère essentiellement national, la dévaluation anglaise a eu une portée internationale. La constitution du bloc sterling opposé au bloc or, a créé une situation nouvelle au plus grand bénéfice de l'Angleterre.

La situation financière qui était d'ailleurs extrêmement grave dans beaucoup d'Etats, améliora indirectement les finances anglaises. Bien avant la chute de la livre, une notable partie de l'Amérique du Sud avait été contrainte de dévaluer, c'est ainsi que l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Mexique, l'Uruguay, le Venezuela, au même titre que l'Espagne et la Turquie, avaient vu leur monnaie se déprécier.

L'abandon de l'étalon or par l'Angleterre a tout naturellement déterminé un abandon corrélatif des dominions : l'Australie, l'Afrique du Sud, le Canada, les établissements du Détroit, l'Egypte, l'Inde, la Nouvelle-Zélande, suivent l'exemple de la métropole. De même les pays qui lui sont économiquement soumis comme le groupe Scandinave (Danemark, Finlande, Norvège et Suède), comme le Portugal et le Siam, entreront dans le groupe sterling. Enfin, la dévaluation de la livre précéda de peu l'abandon de l'étalon or dans de nombreux autres pays : Autriche, Estonie, Grèce, Yougoslavie, Tchécoslovaquie, Japon, Etats-Unis, Perse, ainsi qu'un nouveau groupe de l'Amérique du Sud (Colombie, Chili, Pérou), enfin, tout récemment, la Belgique.

L'abandon presque total de l'étalon or et plus particulièrement la dévaluation du dollar ont permis à l'Angleterre de maintenir sa suprématie financière. Les principaux marchés de matières premières ayant dévalué leur monnaie, les achats anglais ne se sont pas ressentis d'une diminution du pouvoir d'achat de la livre, bien au contraire, la chute de la livre a eu pour conséquence le resserrement de liens entre la métro-

pole et les colonies. La conférence d'Ottawa consacre une préférence commerciale pour les pays de l'Empire; ultérieurement, les nations du bloc sterling sont également favorisées, il s'en est suivi des échanges plus nombreux entre ces pays. Après l'abandon de l'étalon or, le commerce anglais avec les pays à monnaie dépréciée n'entraient que pour 18,2 % du total. Le 31 octobre, cette proportion passe à 47,6, un an après, le 31 décembre 32, après l'abandon de l'étalon or par d'autres puissances, ce chiffre s'élève à 57,1 % pour les importations et 58,3 pour les exportations. Après l'abandon de l'or par les Etats-Unis en avril 1933, nouvel accroissement notable en fin 1933 (31 décembre), la valeur des importations et exportations provenant des pays à monnaie dépréciée atteint respectivement 75,1 % et 71 %.

L'accroissement des échanges dans les pays du bloc sterling a permis le maintien des prix à leur niveau antérieur. Cet équilibre s'est trouvé facilité par les sacrifices consentis par les exportateurs des pays à monnaie or soucieux de conserver leur clientèle anglaise.

Il s'est vu confirmer par la tendance à la baisse des prix or mondiaux qui s'accroît après la chute de la livre et se continue en partie et par suite des incertitudes provoquées dans le monde par cette chute elle-même.

Il n'est pas jusqu'à la crise économique qui, en obligeant les commerçants à liquider leurs stocks sans en créer de nouveaux, ne contribue également à assurer cet équilibre des prix. Les conséquences d'un tel état de choses influèrent grandement sur la situation intérieure. La stabilité relative du coût de la vie durant cette période, fut en effet un des facteurs de l'aisance monétaire, elle facilita son arrivée et permit son maintien. De fait, si l'on examine successivement l'évolu-

tion des prix de gros, des prix de détail, et du coût de la vie, on s'aperçoit aisément des avantages qu'une telle situation a pu procurer à l'industrie nationale.

Bien que les indices des prix de gros publiés en Grande-Bretagne subissent l'influence des mouvements des cours des matières premières qui entrent dans la composition des indices généraux des prix de gros, leur relèvement reste de beaucoup inférieur à la dépréciation de la devise. Alors que la livre a perdu environ 40 % de sa valeur, l'indice des prix de gros, en prenant pour base le nombre 100 au 18 septembre 1931, ne s'est élevé en septembre 1935 qu'à 115,7 %, soit une hausse de 15 %. Si nous prenons différents indices, nous arrivons à la même conclusion : arrêt de la baisse des prix de gros avec une légère hausse, mais dans l'ensemble, stabilité relative. Le nouvel indice du *Board of trade* donne, en prenant pour base l'année 1930, avec le coefficient 100 :

1931	1932	1933	1934	1935
87,8	85,6	85,7	88,1	86,9

L'étude de cet indice montre l'influence de la chute de la livre, mais il fait ressortir également la résistance des prix de gros devant la dépréciation de la devise nationale. L'indice général des prix de gros industriels permet de tirer des conclusions encore plus décisives. En prenant pour base l'année 1930, avec le coefficient 100, l'évolution des prix se présente ainsi :

1931	1932	1933	1934	1935
87,4	84,6	87,2	89,7	88,6

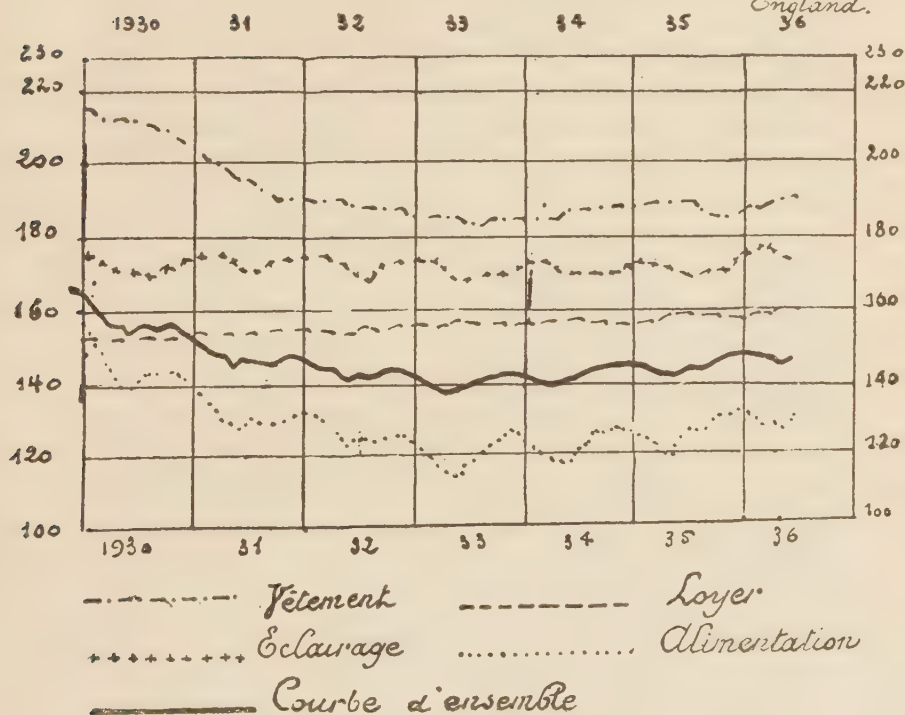
Le relèvement, à partir de la fin de 1932, quoique plus sensible, reste encore largement inférieur à la dépréciation de la livre. Dans la mesure où les prix de gros sont subordonnés aux conditions générales du

marché intérieur, celles-ci ont joué un rôle modérateur.

Si l'on examine le coût de la vie, on s'aperçoit de la stabilité remarquable des prix de détail. Ceux-ci, en prenant pour base 100 en 1914, étaient en septembre 1931, à 145, et en octobre 1935, ils sont encore à 143. Durant ces quatre années, l'indice n'a varié qu'entre

Coût de la Vie
Juillet 1914 = 100

d'après le Statistical
Summary of the Bank of
England.



la limite inférieure de 136 atteinte en juin 1933 et la limite supérieure de 148 cotée en novembre 1931. Une étude plus détaillée permettra aisément d'en saisir toute l'importance.

Suivant l'indice publié par le *Board of Trade*, en prenant toujours la même base et établi d'après les prix de 630 villes anglaises, on obtient les indices suivants :

1931	1932	1933	1934	1935
147	143	143	141	141

Etant particulièrement sensibles aux influences intérieures, les prix de détail, par leur stabilité remarquable, sont une preuve que le facteur psychologique, grâce à la discipline des Anglais, a joué en leur faveur.

De fin 1931 à fin 1934, ceux-ci sont descendus de 75 à 73,5, soit une baisse de 1,5 %. Pendant cette même période, le coût de la vie diminue de 83 à 81,5, soit 1,8 %. Si l'on ajoute que la baisse des salaires de 96,5 à 94,25 correspond à une réduction de 2,33 %, on comprend tout l'avantage qu'ont pu retirer de cette situation les industriels britanniques. La stabilité des prix, du coût de la vie, des salaires et même la légère diminution de ces derniers, donnèrent aux producteurs nationaux des possibilités nouvelles et contribuèrent à créer l'aisance monétaire. Le maintien des prix de revient aux anciens tarifs alors que la livre perdait 40 % de sa valeur or, apparaît comme un stimulant des plus puissants de l'essor industriel et commercial actuel.

La stabilité du coût de la vie a rendu possible un excédent de devises qui, en créant l'abondance monétaire, a agi directement sur le loyer de l'argent. Le maintien des prix au niveau d'avant la dévaluation a eu, en outre, une action déterminante sur le bon marché des capitaux. Le taux de l'intérêt est en effet en étroite liaison avec l'évolution des prix. De fait, le taux de l'intérêt représente la différence d'estimation au même moment entre une somme immédiatement

disponible et la même somme à une période plus ou moins longue.

Les économistes disent que « c'est le prix du temps » et M. Irving Fischer l'appelle « la mesure de l'impatience ». Les variations du taux de l'intérêt ne sont en somme que les variations de cette estimation sur le marché de l'épargne. Si la chute de la livre avait entraîné une hausse des prix, l'estimation des rentiers aurait changé, ils n'auraient plus pu obtenir avec la même somme d'argent les mêmes objets ou les mêmes services qu'actuellement, et ils auraient exigé de leurs prêteurs un intérêt plus élevé. Le maintien des prix intérieurs et du coût de la vie est donc à ce titre un des facteurs de la baisse de l'intérêt.

Cet équilibre intérieur eut en outre une conséquence qui, pour être imprévue, n'en est pas moins susceptible de retarder le rétablissement d'une base monétaire mondiale. Le fait que la dépréciation du sterling s'est accompagnée, pour la Grande-Bretagne, d'une renaissance économique, a fait douter de l'étalon or. La livre est apparue aux Anglais comme la seule valeur intéressante capable de remplacer l'or et de devenir la monnaie étalon internationale. Cette situation enviable du Royaume-Uni, due aux réactions heureuses de son peuple, ainsi qu'à l'importance de son économie, s'est trouvée, en outre, améliorée par le fait d'événements entièrement étrangers à la Grande-Bretagne.

II. — Circonstances indépendantes du Peuple anglais

LA SITUATION MONDIALE TROUBLÉE

Indépendamment des facteurs particuliers au peuple anglais qui jouèrent un rôle parfois prépondérant, l'expérience anglaise s'est développée dans un temps

où les circonstances internationales permettaient d'atténuer les effets de la dévaluation. Les difficultés économiques financières et parfois politiques que rencontrèrent la plupart des Etats font que non seulement la dévaluation anglaise n'a pas marqué, pour la place de Londres, un affaiblissement de son rôle financier, mais qu'elle lui a permis de prendre la tête des nations du bloc sterling. La cité s'est affirmée un des asiles les plus sûrs pour les capitaux et la grande aisance monétaire qui en résulta fut une des causes essentielles de la baisse de l'intérêt. La crise économique qui sévit depuis plusieurs années s'est traduite par une restriction générale des échanges. L'accumulation des stocks et le désir de s'en débarrasser à vil prix ont conduit à une guerre douanière. La nécessité de vendre a ainsi déterminé une paralysie du commerce international. Au ralentissement des échanges intérieurs dû à la crise se superposent en effet des mesures de sauvegarde pour réserver le marché national aux producteurs indigènes. Dans de telles circonstances, une dévaluation de la monnaie ne pouvait avoir qu'un effet limité. La masse des capitaux rendus disponibles par la diminution des échanges pouvait difficilement s'investir utilement à l'étranger. Elle était d'autant plus incitée à rester en Angleterre qu'une crise financière sévissait dans de nombreux Etats et en menaçait d'autres. La défaillance de multiples entreprises avait mis le système bancaire en difficulté. Développées grâce à une extension de crédit, ces industries en cessant de fonctionner, ébranlèrent les finances nationales.

A ces difficultés intérieures, s'ajouta, pour les pays débiteurs, l'impossibilité d'équilibrer leur balance des comptes par une exportation de marchandises. Le déséquilibre qui s'ensuivit amena soit des restrictions de change, soit une instabilité des monnaies dont l'ef-

fet fut de favoriser indirectement le relèvement des finances anglaises. Afin d'éviter une dévaluation de leur monnaie, certains pays ont établi un sévère contrôle des changes. Les entraves ainsi apportées à la circulation des biens se sont traduites immédiatement par une accentuation de l'autarchie et par une suppression des transferts de capitaux. De telles mesures ne pouvaient être que favorables à l'expérience anglaise. D'autres ont cédé à la pression des circonstances et se sont vus contraint de consacrer l'abandon de l'étalon or. L'instabilité des monnaies, autre facteur d'incertitude, faisait perdre à ces nations le bénéfice que leur situation aurait pu leur accorder vis-à-vis de l'Angleterre. Elle les défavorisait même car n'ayant pas une monnaie jouissant de la même confiance que celle inspirée par la livre, leur gouvernement n'a pu stabiliser rapidement la devise nationale comme ce fut pratiquement le cas pour la livre depuis la création du fonds d'égalisation des changes.

De plus, dans les pays restés fidèles à l'étalon or, les difficultés budgétaires, la situation pénible des banques et l'amenuisement de l'économie font craindre une crise financière. Les événements récents sont venus confirmer cette hypothèse et la dévaluation du franc le 25 septembre à consacré la disparition du bloc or. L'incertitude qui en résulte prive ces états de la majeure partie des avantages que leur position pouvait leur laisser espérer.

En proie à la spéculation, ils ne défendent la devise qu'au prix d'une élévation du taux de l'escompte des plus préjudiciables à l'industrie et au commerce. L'enchérissement du crédit rend d'autant plus problématique la reprise des affaires que celle-ci se trouve déjà entravée par une monnaie surévaluée. La difficulté de défendre la devise nationale et le fardeau que cette dé-

fense laisse supporter à l'économie du pays ne sont pas faits pour écarter les craintes d'une dévaluation. Les obstacles à vaincre incitent la spéculation à renouveler ses attaques. Ainsi, à plusieurs reprises, la Belgique, la Hollande et la Suisse ont dû défendre énergiquement leur monnaie.

La France elle-même n'a pas été exempte de ces attaques. Celles-ci se sont renouvelées d'autant plus fortement que la situation politique inspirait de vives inquiétudes. La crainte d'événements graves a empêché le redressement financier tenté récemment de produire de bons effets, le manque de confiance dans le gouvernement et la politique budgétaire des pouvoirs publics n'ont pas permis de tirer parti d'une situation exceptionnellement favorable, elles ont conduit récemment à une dévaluation inévitable. Au lieu de voir affluer les capitaux sur leur marché, les pays du bloc or, dans leur ensemble, ont dû faire face à de lourds retraits. La Belgique elle-même a dû abandonner l'étalon or. L'exode des capitaux belges avant cet abandon a été dirigé en partie vers la Grande-Bretagne, contribuant ainsi à créer l'aisance monétaire. La France, depuis deux ans, a vu ses capitaux et ses réserves d'or disparaître peu à peu. La thésaurisation en a absorbé une grande partie, l'exportation des capitaux a fait le reste.

De telles circonstances étaient éminemment favorables à la Grande-Bretagne. La crise subie dans la plupart des Etats incitait peu les capitaux anglais à s'expatrier. Au contraire, la confiance inspirée dans la politique du gouvernement national, les mesures prises pour assurer l'équilibre budgétaire et la création d'un fonds d'égalisation des changes destiné à maintenir une certaine stabilité de la livre ont donné confiance dans l'avenir du pays. Après avoir

repris la première place en tant que marché financier, Londres n'a pas tardé à voir affluer l'or et les capitaux sur son marché. La diminution des affaires à libéré un grand nombre de capitaux; l'incertitude générale leur a donné une grande mobilité. Dès que l'avenir financier de la cité a paru favorable, cette masse de capitaux flottants s'est en partie réfugiée à Londres. La baisse du loyer de l'argent se trouvait doublement facilitée.

L'abondance des disponibilités créa une aisance monétaire favorable à la chute du taux de l'intérêt. Par ailleurs, ces capitaux, plus préoccupés de sécurité que de rendement, se montraient peu exigeants, et se contentaient d'un taux inférieur. S'investissant généralement à court terme, ils ont créé sur le marché de Londres une grande aisance monétaire dont les banques anglaises n'ont pas manqué de profiter. C'est ainsi que la Grande-Bretagne a connu une pléthore de capitaux, et une période exceptionnelle d'argent bon marché. Ces capitaux avaient des origines bien différentes. Aux envois cités ci-dessus, il convient d'ajouter l'apport des capitaux américains. Les craintes concernant la solidité du dollar déterminèrent en effet un exode de fonds de New-York vers Londres. Tous ces transferts furent suivis à bref délai d'une augmentation du stock d'or. Alors que la production mondiale de l'or en 1933 n'est que de 493 millions, les importations de métal précieux en Grande-Bretagne s'élèvent pour la même année à 677 millions de \$. L'or arrive de partout. des Etats-Unis, de Suisse, de Hollande, de Belgique. Il n'est pas jusqu'à l'Inde, pays essentiellement thésaurisateur qui n'effectue ses paiements en or. La chute de la livre lui donne en effet un intérêt décisif à s'acquitter de ses paiements en métal. L'afflux de l'or et des devises sur la place de Londres en constituant une

masse de capitaux en excédent, déclencha la chute de l'intérêt. Placée sur un terrain favorable, se poursuivant dans une atmosphère propice, la baisse de l'intérêt se trouvait efficacement maintenue par une politique délibérée des pouvoirs publics.

POLITIQUE DELIBEREE

1. — Action des Pouvoirs publics

L'abaissement du loyer de l'argent présente pour le gouvernement un double avantage ; d'une part, la possibilité d'alléger les charges de la dette facilite le rétablissement de l'équilibre budgétaire. Etant grand emprunteur, la charge imposée au budget s'avère rapidement très lourde dès que le taux de l'intérêt s'élève. L'amélioration du crédit public apparaît donc comme un des buts essentiels de toute politique financière. En Angleterre, elle présente d'autant plus d'intérêt qu'une dette considérable fait l'objet d'une politique traditionnelle d'amortissement. D'autre part, l'abondance des capitaux disponibles et leur faible rémunération ne manquent pas de stimuler l'industrie nationale et de contribuer ainsi à une diminution du chômage. C'est ce double but que s'est fixé le gouvernement national et qu'il a heureusement atteint grâce au soutien que lui a apporté la cité.

Les pouvoirs publics ont rapidement compris que la restauration économique du pays ne pouvait s'effectuer que dans l'ordre et la sécurité, aussi se sont-ils attachés à réaliser dans tous les domaines l'équilibre et la stabilité compromis par les erreurs des années précédentes. Le 17 novembre 1931, le chancelier de l'Echiquier déclarait que sa politique immédiate visait trois objectifs :

- 1° La sauvegarde de l'équilibre budgétaire ;
- 2° L'amélioration de la balance des comptes ;
- 3° Le maintien du pouvoir d'achat de la livre à l'intérieur du pays.

Assuré d'une stabilité parlementaire indispensable à l'achèvement de cette œuvre, il a pu poursuivre pendant quatre ans une politique d'argent à bon marché. Cette politique instaurée grâce au rétablissement de l'équilibre budgétaire, prend toute sa signification dans les mesures adoptées pour faciliter la conversion. Elle se caractérise par la création d'un fonds d'égalisation des changes destiné à assurer la stabilité de la livre et par l'attitude de l'Etat vis-à-vis du marché des capitaux.

L'équilibre budgétaire

La hausse des fonds publics ne pouvant se produire que grâce à un retour définitif de la confiance des épargnants, le gouvernement s'est efforcé de la mériter. Pour ce faire, il a pris dès son arrivée au pouvoir, une série de mesures propres à ramener le budget en équilibre et à diminuer le solde négatif de la balance des comptes. De fait, il était illusoire de tenter toute conversion des rentes sans un assainissement préalable des finances de l'Etat. Le déficit budgétaire, à la veille du redressement effectué en 1932, menaçait alors de prendre des proportions inquiétantes. La progression des dépenses sociales, les charges imposées par l'augmentation du chômage pesaient très lourdement sur les finances publiques. D'après l'estimation du Chancelier de l'Echiquier, le déficit pour l'exercice 1931-32 ne devait pas être inférieur à £ 170.000.000. Les doutes qu'un tel état de choses laissait peser sur le rétablissement des finances publiques n'était pas sans préoccuper la trésorerie. La difficulté de la tâche met

en lumière l'importance de l'œuvre de redressement accomplie par le gouvernement national. Celle-ci n'a pu être réalisée qu'au moyen de mesures rigoureuses. Une sévère compression des dépenses, la diminution des traitements, des allocations de chômage, la suspension de l'amortissement jointe à une aggravation des charges fiscales et à l'établissement d'un régime protectionniste ont seuls permis d'équilibrer le budget.

L'abandon de la politique libérale eut en outre pour effet de contribuer à l'amélioration de la balance commerciale, élément important de la balance des comptes. Le résultat est loin d'être négligeable, le solde négatif de la balance des comptes, depuis quelques années, devenait inquiétant. La persistance du déficit menaçait de faire perdre, dans un avenir proche, les bénéfices retirés d'une baisse de l'intérêt. Aussi, l'instauration du protectionnisme fut-elle à cet égard des plus utiles. L'assainissement des finances publiques réalisé en quelques mois s'est accompagné d'un retour à la confiance. Il a permis au gouvernement de poursuivre avec succès l'abaissement du taux de l'intérêt. La bonne tenue du crédit public fut la cause essentielle des conversions de rentes. Enfin, elle a apporté une contribution des plus utiles aux mesures ultérieures prises par les pouvoirs publics.

Le fonds d'égalisation des changes

Bien que l'équilibre budgétaire ait contribué dans une large mesure à la baisse de l'intérêt, il ne pouvait à lui seul en assurer le succès. L'atmosphère de confiance que le gouvernement avait su créer par sa politique financière pouvait disparaître sous l'effet de craintes monétaires. L'abandon de l'étalon or n'avait eu, jusqu'alors, que peu d'influence sur les nationaux, mais

l'instabilité de la livre et le risque d'une dépréciation plus forte étaient contraires à toute politique de monnaie abondante et bon marché. Une baisse plus accentuée de la devise anglaise aurait en effet entraîné des réactions dangereuses de la part du public, et de toute façon, elle s'opposait à l'afflux des capitaux étrangers.

La nécessité d'une stabilité monétaire était donc indispensable, aussi, dès le printemps de 1932, les pouvoirs publics se préoccupèrent-ils d'assurer la défense de la livre. La création d'un fonds d'égalisation des changes fut décidée en avril et pourvu de ressources abondantes.

Doté originellement d'un fonds de 175 millions de livres sterling, il ne tarda pas, dès 1933, à recevoir un supplément de 200 millions de livres sterling, ce qui porte la dotation à 375 millions de livres sterling. Cette importante masse de manœuvre apparut suffisante au gouvernement pour s'opposer à tout mouvement spéculatif. La trésorerie s'est procuré ces ressources par l'émission de bons du trésor. La dette flottante passe en effet de 664 millions de livres sterling en 1931, à près de 1 milliard au printemps de 1933. Cette augmentation ne présente d'ailleurs aucun danger, car les bons du trésor n'atteignent pas le grand public. D'ailleurs ceux remis au fonds d'égalisation des changes constituent selon le mot de M. Neville Chamberlain, une créance dont il sera possible de retirer ultérieurement un bénéfice.

La dette flottante n'a pas tardé à diminuer, les efforts du gouvernements l'ont ramenée, dès 1934, à 844 millions de livres sterling. A l'origine, le seul pourvoyeur du fonds étaient les bons du trésor à trois mois, ils n'en constituent plus aujourd'hui que la moitié des réserves. Ceci est le résultat des achats du fonds d'égalisation et de la conversion partielle

des bons en titres à 2 1/2 % et d'une durée de 10 à 15 ans. La destination de ces capitaux dans l'esprit des créateurs du fonds, devait avoir pour objet la défense de la livre, mais la stabilité recherchée avait pour but de mettre la devise à l'abri des fluctuations passagères dues à la spéculation et ne répondant pas à une cause profonde.

Les variations de change dues à de telles causes ne pouvaient que nuire au commerce britannique; au contraire, l'action du fonds d'égalisation des changes ne tendait pas à s'opposer aux mouvements de grande envergure répondant à des modifications réelles de la valeur du sterling. Une telle entreprise eût présenté des risques que le gouvernement britannique n'entendait pas encourir. La simple neutralisation des influences passagères n'était d'ailleurs pas sans offrir de sérieuses difficultés. Bien que des ressources importantes aient été constituées, il importait de les ménager et de laisser les spéculateurs dans l'ignorance des disponibilités réelles du fonds. Le secret des opérations du compte apparut donc indispensable au succès de l'entreprise. Dans l'incertitude, la spéculation réduite à des hypothèses avait moins de chances de troubler la stabilité de la livre.

L'absence de publicité et le mystère dont furent entourés les achats et les ventes du fonds d'égalisation des changes rendent délicate toute étude de détail et ne permettent de dégager que quelques appréciations d'ensemble. Quoi qu'il en soit, la méthode suivie selon les circonstances pour défendre la monnaie anglaise consistait simplement à échanger des Treasury bills contre des livres, des devises étrangères ou de l'or et réciproquement. Cette tactique a bien réussi parce que la livre a dû être le plus souvent défendue contre un afflux de capitaux étrangers, c'est-à-dire

contre une hausse de son cours, ce qui est toujours facile. Il apparaît immédiatement que s'il est aisé au fonds d'égalisation des changes de se procurer des disponibilités en vendant des Treasury bills, son action devient singulièrement plus difficile lorsque les nécessités du change l'obligent à vendre de l'or ou des devises pour acheter des livres. Les vicissitudes de son fonctionnement en montrent assez les imperfections. Son succès tient au fait que sa création coïncida avec un important reflux de capitaux de nature à entraîner une hausse de la livre. Afin d'éviter cette hausse, le fonds d'égalisation dut céder des Treasury bills et vendre du sterling contre de l'or et des devises étrangères. Il put ainsi se constituer des approvisionnements considérables de capitaux qui, dès le début, lui fournirent une masse de manœuvre des plus importantes.

Toutefois, malgré ces réserves, il faillit être débordé lorsque le mouvement des capitaux s'étant renversé, il dut, dans les premiers mois de 1935, lutter contre la baisse de la livre, la devise anglaise qui, à la fin de 1934, valait alors encore près de 75 francs, était tombée, au début de mars 1935, à 70 fr. 70. Malgré les importantes ventes d'or effectuées par le fonds d'égalisation des changes, un glissement de la devise n'avait pu être évité et la Grande-Bretagne craignit un moment de ne pouvoir assurer plus longtemps le maintien de la parité avec le dollar. Les réserves du fonds s'épuisaient rapidement et sans l'aggravation de la situation financière des nations continentales, une nouvelle dépréciation n'aurait pu être que difficilement évitée.

Les dirigeants anglais l'ont très bien compris et certains financiers même n'ont pas hésité à susciter des doutes sur le sort des autres monnaies, et notamment sur le franc belge afin de diminuer la pression

sur la livre. Seules les inquiétudes provoquées par les difficultés auxquelles se heurtèrent les pays du bloc or et plus particulièrement la crise monétaire belge parvinrent à arrêter l'hémorragie d'or. La dévaluation du Belga mit fin à la pression excessive sur la livre et grâce à l'afflux des capitaux vers Londres, la devise britannique put se relever aux environs de 73 francs peu de temps après. Les difficultés du florin et du franc suisse déterminèrent peu après un nouvel afflux de capitaux qui consolida définitivement le sterling et lui permit, dès le mois de mai, de s'établir entre 74 et 75 francs.

Depuis lors, la situation monétaire de la Grande-Bretagne n'ayant cessé de s'améliorer, les attaques de la spéculation se sont ralenties et le fonds d'égalisation des changes a retrouvé toute son aisance. Ainsi, dans l'ensemble, le but visé par la création du fonds a été atteint, et la livre a connu, en fait, une grande stabilité. Après avoir varié dans des limites assez étroites, la livre s'est stabilisée au cours de 4,86 avec le dollar, et d'environ 75 francs avec le franc. La fermeté de la devise nationale a ainsi permis à la politique de monnaie à bon marché de se dérouler dans une atmosphère de confiance, mais l'action du fonds d'égalisation des changes ne se limite pas à cette stabilisation des cours et il convient d'examiner les répercussions que son fonctionnement a pu avoir sur le développement du crédit.

Tout d'abord, le fait d'avoir créé un organisme distinct de la Banque d'Angleterre a permis de dissocier la défense de la livre de la politique de l'escompte. Sans le fonds d'égalisation des changes, cette tâche serait revenue à la Banque centrale, celle-ci n'ayant comme seule arme à sa disposition que les variations du taux de l'escompte, il s'en serait suivi une oscillation conti-

nuelle de ce taux éminemment préjudiciable au maintien de la monnaie bon marché. Vue sous cet angle, la création du fonds paraît une opération heureuse, elle n'est concevable, toutefois, que dans une période troublée comme celle qu'a connue depuis quatre ans l'économie anglaise. En temps normal, le défaut de publicité donné à ses opérations constituerait un facteur d'incertitude et l'avantage deviendrait alors un inconvénient. Mais c'est surtout l'influence que peut avoir le fonds de régularisation des changes sur le volume de crédit qu'il est intéressant d'étudier.

Certains économistes ont vu dans les opérations réalisées par ce fonds l'origine d'une inflation de crédit. Cette opinion paraît quelque peu exagérée. Certes, l'achat des devises étrangères se traduit par une augmentation des dépôts bancaires, mais il faut se garder de conclure à un accroissement équivalent des moyens de crédit. Prenons le cas de placements français d'une valeur d'un million de livres. Le fonds de régularisation, afin de soutenir le cours de la livre, achètera des francs et les échangera contre un million d'or à la Banque de France, ce million d'or libérera une quantité équivalente de Treasury bills qui se placeront sur le marché de Londres ; il en résultera que les banques anglaises gagneront un million en dépôt, mais non en liquidité, si bien que celle-ci se trouvera en définitive réduite. Si maintenant les Français préfèrent, comme ce fut le cas en ces dernières semaines, posséder des billets, ils retireront leurs dépôts à Londres. Le résultat final sera une perte de liquidité et un gain en immobilisation. Pour y pallier, il serait nécessaire qu'un transfert d'or s'effectuât du fonds à la Banque d'Angleterre. L'effet de l'expansion ou de la restriction des fonds mis à la disposition du marché est dû au mouvement des capitaux et non à l'action particulière du compte.

Par ailleurs, le fonctionnement de cet organisme a exercé une action anti-inflationniste assez puissante, ceci est dû au fait que les achats d'or effectués pour le compte du fonds d'égalisation n'entraînent aucune émission de monnaie alors que tout accroissement des réserves d'or de la Banque d'Angleterre se serait traduit par une augmentation des billets. Comme à la fin de 1935, le fonds de régularisation était supposé détenir de 100 à 150 millions d'or, on peut juger de l'efficacité de cette action presque déflationniste. Si cette masse d'or avait été versée à la Banque d'Angleterre, elle aurait entraîné une émission de livres papier et une augmentation des dépôts bancaires, la pléthore de capitaux circulant eût été alors beaucoup plus considérable qu'elle n'est actuellement.

Elle eût pu déterminer une hausse notable des prix, correspondant, selon toute vraisemblance, à la baisse du change. On peut donc dire que le mécanisme du fonds d'égalisation a conduit dans une certaine mesure à la stérilisation de l'or et a même permis d'exercer une action déflationniste qui a contribué à empêcher l'ajustement des prix britanniques à la valeur réduite du sterling. Or, nous avons vu précédemment que le maintien des prix avait facilité également l'instauration d'une ère d'argent à bon marché. Cette accumulation de l'or n'a cependant pas été inutile ; d'une part, elle est nécessaire pour faire face à tous reflux de capitaux, la dévaluation du franc pouvant à cet égard en entraînant le rapatriement des avoirs français, mettre en lumière la nécessité de conserver ce stock. De toute façon, la présence à Londres d'une masse considérable de métal précieux ne peut être que favorable au maintien du crédit britannique.

L'attitude de l'Etat à l'égard du marché des capitaux

L'équilibre budgétaire restaura la confiance, la création du fonds de régularisation des changes permit la stabilité de la livre, il restait à créer une aisance monétaire indispensable à toute opération de conversion. C'est dans cette intention que le gouvernement réduisit ses appels au crédit et se décida à interdire sur le marché britannique les émissions pour comptes étrangers.

Pendant toute la période qui précède la grande conversion du War Loan, la trésorerie s'abstint autant que possible d'intervenir sur le marché de Londres, elle ne tenait pas, par des appels trop fréquents à l'épargne, à épuiser le crédit de l'Etat, nous avons vu que la dette flottante avait, à l'époque, été fortement diminuée ; de même aucun emprunt à long terme de quelque importance n'a été conclu. L'instabilité de la livre rendait d'ailleurs difficile en 1931 l'émission d'emprunts d'une durée assez longue. Aussi, de 45,2 millions de livres sterling au cours du premier trimestre, et de 44 millions de livres sterling au deuxième trimestre les émissions tombent-elles à 9 millions de livres au troisième et à 3,9 millions de livres sterling au quatrième. Ce qui prouve bien l'importance monétaire en cette matière, c'est que dès l'assurance donnée par le gouvernement national que la livre serait défendue, les émissions repartent. La situation est modifiée dès la première moitié de 1932. La reprise de la livre attire les capitaux étrangers. Bien que le premier trimestre n'ait vu qu'un accroissement des émissions relativement faible (17,7 millions), l'activité du marché ne cesse de s'améliorer et le deuxième trimestre enregistre un total de 145,9 millions de livres sterling d'emprunt. Quant aux troisième et quatrième trimestres,

ils sont entièrement dominés par les opérations de conversion.

Le gouvernement s'est préoccupé de réserver à la trésorerie des disponibilités abondantes, aussi à dater du 30 juin 1932, a-t-il simultanément, avec l'annonce officielle de la conversion, interdit les émissions nouvelles et cette interdiction ne fut complètement levée qu'à partir d'octobre 1932, et à l'égard des seules émissions intérieures et coloniales. Au protectionnisme douanier, les pouvoirs publics superposent le protectionnisme financier. Celui-ci vise un double but : interdisant l'exode des capitaux, il contribue au rétablissement de la balance des comptes ; créant sur le marché des disponibilités abondantes, il entraîne l'abaissement du taux de l'argent à court terme et facilite les opérations de conversion.

Quoique le régime douanier ait fortement amélioré la balance des comptes, la balance des paiements restait déficitaire, et ceci était dû aux prêts consentis à l'étranger. L'Angleterre soucieuse de continuer son rôle de prêteuse avait, depuis la guerre, surévalué ses possibilités. Avec un revenu diminué, elle continuait comme par le passé à exporter des capitaux considérables. Jusqu'à la veille de la chute de la livre, elle avait maintenu ses placements. En 1931, presque exclusivement pendant le premier trimestre, 45 millions de livres de titres étrangers avaient été émis à Londres, alors que la balance des comptes accusait pendant la même année 110 millions de déficit. Les Anglais empruntaient à court terme à un faible taux, notamment en France et reprêtaient à un taux supérieur en Allemagne.

L'immobilisation de leurs créances dans ce dernier pays et les craintes de non remboursement qu'elle suscita portèrent les premières atteintes au crédit bri-

tannique. Aussi, pour avoir voulu continuer ses exportations de capitaux, le Royaume-Uni s'est-il trouvé en difficulté.

L'interdiction de placements à l'étranger et la réduction de ceux consentis aux dominions fut donc une mesure des plus salutaires.

L'importance de cette restriction se dégage des statistiques.

La proportion des émissions est entièrement renversée au profit des emprunteurs nationaux. Alors qu'en 1913, 88 % du capital nouvellement formé, s'investissaient à l'étranger, ce pourcentage est aujourd'hui celui des émissions nationales. La proportion de celles-ci passe de 63,7 % en 1930 à 88,2 % en 1932 ; et à 81,4 % en 1934. Les placements étrangers connaissent une évolution inverse. Ils tombent de 48,5 millions en 1927 à 9 millions en 1931 et à 0 en 1932. Ils ne se relèvent, ainsi que l'indique la statistique publiée par l'*Economist*, que très faiblement en 1933 pour retomber en 1934 à 1,5 million, et en 1935 à 0,2.

*D'après l'Economist émission
en Grande-Bretagne*

(Capital nouveau en millions de livres)

<i>Etranger</i>			
1927.....	48,5	1932.....	0,3
1928.....	42,3	1933.....	5,4
1929.....	28,2	1934.....	1,5
1930.....	35,7	1935.....	0,2
1931.....	9,1		

Pour l'Empire, quoique la chute soit moins forte, elle n'en reste pas moins très sensible. Nous avons en effet les proportions suivantes (en millions de livres) :

1928.....	63,2	1932.....	25,3
1929.....	61,0	1933.....	29,2
1930.....	61,4	1934.....	34,9
1931.....	38,5	1935.....	15,2

Entre les années 1930 et 1932 les émissions pour le compte des colonies et des dominions ont diminué de plus de moitié. L'Angleterre qui en 1930 plaçait encore près de £ 100 millions, n'en place plus que 25 en 1932. Cet apport frais de £ 75 millions ne pouvait que stimuler le marché intérieur et justifier pour le temps de crise les vues de M. J.-M. Keynes défavorables à l'exportation des capitaux. Une statistique des introductions en bourse permet de dégager une impression encore plus forte de la restriction des placements à l'étranger.

Introduction en bourse en millions de livres

	<i>Angleterre</i>	<i>Colonies</i>	<i>Etranger</i>	<i>TOTAL</i>
1930.....	8,2	3,2	12,4	23,8
1931.....	4,5	3,4	0,8	8,8
1932.....	13,3	2,1	—	15,5
1933.....	31,8	7,1	—	39,0
1934.....	25,5	15,4	1,3	42,3

Les chiffres publiés par la *Statistical Summary Bank of England* quoique légèrement différents indiquent une évolution analogue.

Capital souscrit en millions de livres

Empire colonial :

	1931	1932	1933	1934	1935
Gouvernement	30,6	24,6	27,0	8,5	2,9
Industrie	6,3	3,2	6,2	25,2	14,1
	36,9	27,8	33,2	34,0	17,0

Europe :

Gouvernement	1,7	—	5,3	1,8	1,5
Industrie	3,3	0,2	0,2	1,3	1,2
	5,0	0,2	5,5	3,1	2,7
<i>Amérique latine..</i>	5,9	—	1,2	0,5	0,3
<i>Autres pays</i>	1,4	—	0,2	0,3	0,4

Ce tableau retrace dans les détails l'évolution financière depuis 1931. Il met en lumière la décroissance constante des emprunts coloniaux. Mais l'intérêt principal est de faire ressortir les tendances inverses qui se manifestent à l'intérieur de ceux-ci. Alors que les emprunts gouvernementaux enregistrent une diminution constante et très importante passant de £ 30,6 millions à £ 2,9 millions, l'industrie coloniale accuse un redressement marqué de £ 3,2 millions. En 1932, ses emprunts s'élèvent constamment pour atteindre £ 14,1 millions en 1935. Cette progression est un indice certain de la reprise industrielle. Quant aux émissions étrangères pratiquement nulles en 1932, elles deviennent très restreintes dans les années suivantes. L'Amérique latine qui en 1931 avait emprunté plus que l'Europe (5,9 contre 5,0) marque un recul plus sensible et de 1932 à 1935 son influence est nulle sur le marché anglais. Le tableau indique d'une façon très nette les effets du protectionnisme financier. Les émissions tombent de 1931 à 1932 de £ 49,2 millions à £ 28 millions.

Ce tableau met en lumière la très forte restriction des introductions en bourse des valeurs étrangères et coloniales, particulièrement dans les années 1931 et 1932. L'élévation constatée en 1933 et 1934 se fait principalement au profit de l'Angleterre et de ses colonies.

La diminution des introductions en bourse a donc été très efficace et ceci malgré les procédés employés par les sociétés étrangères. Celles-ci se voyant interdire le droit d'émettre directement sur la place de Londres vendaient leurs titres aux bill-brokers qui par l'intermédiaire du stock exchange les faisaient parvenir au public. Grâce à ce procédé détourné, les sociétés étrangères parvenaient à écouler leurs titres sur le marché de la Grande-Bretagne. Pour parer à cet inconvénient, le 17 mai 1933, M. Neville Chamberlain dut informer le marché financier que le Trésor considérait comme contraire aux intérêts du pays l'achat de grandes quantités de valeurs de propriétés étrangères avec l'intention de les revendre en Angleterre au moyen de nouvelles émissions. Il fallait viser à arrêter cette pratique.

L'effet de toutes ces mesures a été de créer une grande aisance monétaire. Privée de ses débouchés habituels, l'épargne britannique a entraîné une pléthore de capitaux. Celle-ci a été d'autant plus importante qu'à la même époque Londres a vu affluer sur son marché les capitaux étrangers. Cet excédent de disponibilités devant une demande très réduite fut un des facteurs essentiels de la baisse du loyer de l'argent, l'abondance des offres ne pouvait qu'entraîner une chute des taux d'intérêt. Celle-ci n'a pas manqué de se produire et le gouvernement, alors seul emprunteur, a su utiliser au maximum les disponibilités du marché et assurer ainsi le succès de la grande conversion du War loan. Cette politique s'est donc révélée tout à la fois efficace et utile, elle ne pouvait toutefois qu'être temporaire. Un protectionnisme financier faussé à l'extrême aurait risqué d'aller à l'encontre du résultat recherché. Il aurait entraîné une diminution du revenu national et un affaiblissement de l'influence britannique. Aussi, M. Neville Chamberlain, après la

consolidation du crédit public, a-t-il cru devoir autoriser certains prêts. Dès le 17 juillet 1934, il commence la levée partielle de l'embargo pour les pays du bloc sterling. Deux catégories de prêts sont désormais permis. Ceux dont le produit est destiné à la stabilisation de la monnaie du pays emprunteur par rapport à la livre, et ceux qui seraient favorables à l'exportation britannique.

Cette mesure a permis de redonner aux capitalistes anglais une partie de leurs débouchés antérieurs sans aucun danger pour le maintien de l'aisance monétaire et sans provoquer une hausse de l'intérêt. Ici encore, les mesures prises par les Pouvoirs Publics ont eu d'excellents résultats. L'abaissement du loyer de l'argent a d'ailleurs été soutenu par les banquiers de la Cité.



II. — Soutien de la Cité

Dès la chute de la livre, le gouvernement national trouva auprès des banquiers de la Cité des collaborateurs précieux, et cela bien qu'à maints égards la politique suivie ne leur fût pas favorable. En 1926, le commerce et l'industrie s'étaient sacrifiés à la Cité, en 1931, c'est la Cité qui se sacrifie à l'économie nationale. Le soutien qu'elle accorda aux pouvoirs publics facilita grandement l'expansion de crédit indispensable à la baisse du taux de l'intérêt. L'organisation même de la Cité et les habitudes bancaires anglaises favorisèrent d'ailleurs la politique adoptée par les dirigeants des principales maisons de crédit.

Organisation de la Cité

La concentration bancaire et la dépendance de toutes les banques, vis-à-vis de l'Institut d'émission, permettait à celui-ci de contrôler à tout moment le volume du crédit.

Grâce à l'organisation de la Cité extrêmement perfectionnée, il a été possible de réaliser rapidement une unité de direction. L'activité bancaire anglaise gravite en effet autour de quelques grosses banques, elles-mêmes rassemblées autour de la banque d'Angleterre. Dans l'ensemble, elles s'inspirent toujours de la politique suivie par la banque centrale, travaillant elle-même en accord avec la trésorerie. De plus, les *investment trusts* dont l'influence auprès des épargnants est considérable se rallient en général aux suggestions gouvernementales. Ainsi, la politique de la banque d'Angleterre, en accord avec le gouvernement domine-t-elle toute l'évolution bancaire de la Grande-Bretagne au cours de ces dernières années. Son étude permettra de comprendre quels sont les facteurs essentiels de la baisse de l'intérêt et comment celle-ci a pu être maintenue pendant quatre ans. L'action de la banque d'Angleterre, tant sur le prix que sur le volume du crédit offert sur le marché anglais, s'est révélée des plus efficaces.

*
**

Action sur le prix du crédit.

Remarquons tout d'abord que la pratique de l'open market contribue à la baisse du taux de l'intérêt à long terme.

Par ailleurs, la banque centrale, en faisant varier le taux de l'escompte, agit sur le prix du crédit, c'est l'arme classique à la disposition de tout Institut

d'émission. Son élévation indique une restriction du crédit, son abaissement est le signe de l'aisance monétaire. Mais cette arme acquiert dans les mains des dirigeants de la banque d'Angleterre une puissance toute spéciale, bien supérieure à celle qu'elle peut avoir auprès des autres banques centrales. Le taux de l'escompte fixe en effet le taux de tous les autres crédits, ceux-ci sont solidaires et se règlent sur le « Bank rate ». L'intérêt est en effet décroissant à Londres dans l'ordre suivant :

Avances au commerce et à l'industrie de $1/2$ à 1% au-dessus du taux officiel sans pouvoir être inférieur à $3\frac{1}{2}\%$.

Bank rate,

Escompte des bank bills,

Escompte des Treasury bills,

Taux des short loans,

Argent au jour le jour,

Money at call and short notice 1% au-dessous du bank rate,

Bank deposit rate 2% au-dessous du bank rate.

Le rapport ainsi établi entre tous ces taux explique qu'un changement dans le *bank rate* modifie le prix de tous les crédits accordés sur la place de Londres. Cette situation particulière donne, à la Banque d'Angleterre, un pouvoir de contrôle très étendu, la décision prise dès l'arrivée au pouvoir du gouvernement national de se lancer délibérément dans une politique d'argent facile et à bon marché a pu être ainsi immédiatement réalisée, du 18 février 1932 au 30 juillet 1932, le Bank rate tombe de 6% , marquant ainsi la volonté d'abaisser le prix du crédit. L'abandon de l'étalon or permit d'ailleurs à la Banque de poursuivre plus aisément la baisse du taux de l'escompte. Sous un régime de Gold standard un antagonisme apparaît

entre les deux fonctions essentielles de l'Institut d'émission ; la fonction Change et la fonction Crédit. La défense de l'une semble ne s'opérer qu'au préjudice de l'autre. En détachant la livre de l'or et en créant un fonds d'égalisation des changes chargé d'assurer sa stabilité, le gouvernement a affranchi la banque de toute influence extérieure. Désormais elle a pu se consacrer à sa fonction crédit sans craindre des répercussions fâcheuses sur le change.

Autrefois, en effet, l'abaissement du taux de l'escompte ne pouvait se concevoir que dans une période d'aisance monétaire. Aussi les périodes d'argent bon marché coïncidaient-elles avec l'accumulation d'un surplus d'or dont le système bancaire n'avait pas besoin en tant que pourcentage de couverture des billets. Aujourd'hui, cette accumulation d'or n'est plus qu'une cause parmi beaucoup d'autres. La méthode usuelle consistait alors pour arrêter cet afflux persistant de l'or, dans la baisse du taux de l'escompte habituellement suivie par une réduction de l'intérêt versé aux dépôts. Pour peu que le reflux s'effectuât assez lentement, la baisse de l'intérêt pouvait alors s'accompagner d'une expansion de crédit et d'une élévation du prix des marchandises. Ainsi, pendant la période allant du 22 février 1894 au 19 septembre 1896, la baisse profonde des taux d'intérêt (2 %) qui se produisit fut due principalement à un excès d'or à Londres. Mais la baisse du taux de l'escompte se trouvait entravée par la nécessité de défendre le change, et la Banque d'Angleterre avait un pouvoir limité.

Aujourd'hui, la baisse du taux de l'escompte ne risque pas de provoquer une dépréciation. Les risques sont moins grands que dans la période d'après-guerre où une politique parfois imprudente poursuivie en faveur de l'industrie britannique déterminait

dimportantes sorties dor, qui, finalement épuisèrent les réserves de la banque. Labandon de létalon or a donc facilité la politique de lescompte et lui a donné une grande élasticité ; la banque d'Angleterre a pu diriger aisément le prix du crédit. Son influence ne fut pas moindre sur le volume du crédit.



Action sur le volume du crédit

En tant qu'Institut d'émission, elle règle le montant de la circulation fiduciaire ; comme banque des banques elle contrôle l'importance des dépôts bancaires.

a) La Banque d'Angleterre en tant qu'Institut d'émission :

Etant donné que les mesures prises par la banque d'Angleterre ne se heurtèrent qu'à des obstacles négligeables, il est aisé par un simple regard jeté sur les modifications du bilan de l'Institut d'émission de se rendre compte du rôle joué par celle-ci dans la baisse de l'intérêt.

Il montre que la chute de la livre n'a pas été suivie d'une inflation de monnaie. Le montant des billets en circulation a relativement peu augmenté et fait remarquable à noter, il a cru moins vite que la réserve d'or.

En effet, de 1931 à 1935, le montant des billets en circulation passe de £ 354,8 millions à £ 394,7 millions alors que la réserve d'or s'élève de £ 139,7 millions

BANQUE D'ANGLETERRE

Moyenne hebdomadaire en millions £	Département de l'Emission						Département bancaire								
	Billets en circu- lation	Billets au Dep ^t ban- caire	Valeurs d'Etat	Autres Valeurs	Mon- naies d'argent	Mon- naies d'or et Lingots	Dépôts			Valeurs					
							Publics	Ban- caires	Autres Mon- tants	Total	d'Etat	Escompte et avances	Autres Valeurs	Total	Réserve de billets et Monnaies p
1931	354.8	51.3	249.2	13.0	4.2	139.7	15.4	64.7	38.3	118.4	45.5	10.8	27.5	84.1	52.3
1932	359.5	45.9	247.7	23.5	3.8	130.4	16.3	81.3	34.3	131.9	64.0	12.8	26.2	103.0	46.7
1933	371.2	69.2	255.5	4.6	3.7	176.6	17.7	99.9	40.1	157.7	79.6	11.8	14.1	105.5	70.2
1934	378.7	72.8	255.9	.8	3.3	191.5	18.6	100.3	36.7	155.6	81.1	7.8	11.1	100.1	73.5
1935	394.7	59.0	257.5	.7	1.8	193.7	15.3	46.7	38.1	150.1	87.0	9.6	11.9	108.5	59.6
Janv. 1936	401.4	58.8	257.2	1.6	1.1	200.2	12.8	114.7	36.9	164.4	89.1	10.6	13.4	123.1	59.4
—	399.0	61.6	256.5	2.4	1.1	200.6	10.5	105.1	36.2	151.7	79.9	12.6	15.2	107.6	62.3
Mar. —	404.9	55.8	257.0	2.0	1.0	200.6	14.3	92.6	36.7	143.6	80.6	8.9	15.9	105.4	56.5
Avr. —	417.7	44.0	258.5	.5	1.0	201.7	10.0	99.8	37.9	147.6	98.2	8.9	13.6	120.7	44.7
M. —	424.2	40.8	258.8	.3	.9	204.9	15.8	82.5	36.8	135.1	90.4	8.0	18.8	111.3	41.6
Jun. —	433.3	37.7	259.1	.2	.8	211.0	13.9	89.5	23.2	140.7	98.5	6.2	15.2	119.9	38.6
22 July —	443.6	52.2	258.8	.5	.7	235.5	19.9	98.2	38.5	156.6	95.8	6.5	19.4	121.6	53.1

£ 193,7 millions. A la base de l'édifice du crédit aucune inflation ne s'est produite, il convient d'ailleurs de rappeler que la chose était exclue. La capacité d'émission de la banque d'Angleterre est étroitement limitée. Elle est égale au chiffre de l'encaisse or, plus l'émission fiduciaire fixée depuis 1929 à £ 260 millions de livres. Cette émission a bien été portée en 1931 à 275 millions, mais dès 1933, la banque la ramenait à 260 millions. Ce n'est donc qu'en fonction des variations de l'or que l'émission des billets a pu augmenter. A cet égard il est indispensable d'étudier en détail l'évolution des stocks de métal précieux et de montrer sa répercussion sur le volume du crédit. Nous avons vu précédemment que l'or détenu par le fonds d'égalisation des changes équivalait à une thésaurisation et n'avait pas de ce fait entraîné une émission de billets, il n'en est pas ainsi de celui détenu par la banque d'Angleterre. La réserve d'or à l'Institut d'émission passe de £ 139,7 millions en 1931, à £ 235,8 millions fin juillet 1936, marquant une progression de près de 100 millions de livres.

Ainsi qu'il ressort des statistiques publiées par la *Statistical Summary Bank of England*, cette augmentation s'est effectuée d'une façon presque continue.

Réserves monétaires.

ROYAUME-UNI :

1931				1932			
Juin	Déc.			Mars	Juin	Sept.	Déc.
164	121			121	137	140	121
1933				1934			
Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
173	190	192	192	192	192	193	193

L'élévation correspondante du montant des billets qui aurait dû en résulter aurait créé sur le marché une grande aisance monétaire, or l'examen des différents postes des bilans de la banque d'Angleterre depuis 1931 ne révèle qu'une augmentation relativement peu important des billets en circulation. Alors que le stock d'or s'accroît de 1931 à 1936 de 60 millions, le montant des billets en circulation ne progresse que de 36 millions, la différence est représentée par le renforcement de la réserve des billets du *Banking department*. De ce chef, non seulement il n'y a pas eu à la base d'inflation, mais la banque d'Angleterre, en augmentant sa réserve de billets a empêché ses achats d'or de se traduire par une progression équivalente de la circulation monétaire, et par voie de répercussion, des dépôts en banque dont cette circulation forme le sous-bassement. On peut donc dire que par le seul fait que l'abandon de l'étalon or ne s'est pas accompagné d'inflation, la diminution de la valeur or de la monnaie a produit une sorte de déflation.

Les fluctuations saisonnières créent d'ailleurs de grandes variations au cours de l'année. La circulation du point le plus bas de février augmente jusqu'à Pâques, tombe et remonte de la Pentecôte au mois d'août pour atteindre, après une longue contraction, son maximum à Noël. Il est donc assez difficile de suivre les répercussions de l'arrivée de l'or sur le montant des billets. Malgré tout, ainsi qu'il se dégage du tableau ci-dessus, une certaine continuité apparaît dans l'accroissement de la monnaie fiduciaire. De février à septembre 1932 les 12 millions d'or reçus se traduisent par un accroissement de 4 millions dans la réserve et de 15 millions dans la circulation. Dans le même temps la banque augmente de 15 millions son portefeuille de fonds d'Etat, ce qui provoque une hausse parallèle du poste *Bankers deposits*. En un an,

de septembre 1932 à septembre 1933 l'encaisse s'est accrue de £ 52 millions, mais cet afflux fut largement neutralisé. La banque renonce en premier lieu à prolonger le relèvement du plafond fiduciaire qui est ramené de 275 millions à 260 millions. De ce fait, £ 37 millions seulement de billets ont été créés, sur ce total, une dizaine seulement passent dans la circulation et 26 vont renforcer la réserve du *Banking Department*. Ainsi, contre un accroissement de l'encaisse or de 52 millions, 24 millions seulement de billets ont été mis en circulation et les 28 millions restants se sont trouvés neutralisés.

Cette progression devient surtout sensible en 1935 et en 1936. En 1935, la banque accroît le volume de la monnaie d'environ 6 %. Le montant des billets en circulation atteint en effet £ 443.6 millions, le 22 juillet 1936, alors qu'il n'était au début de l'année que de £ 401,4 millions. Ce qu'il paraît intéressant de dégager c'est que cette augmentation de la circulation fiduciaire coïncide avec une diminution de la réserve bancaire ; de 72,8 en 1934 celle-ci passe à 58,8 en février 1936 et tombe à 37,7 en juin ; il convient d'ailleurs de signaler que jusqu'à une époque récente une quantité considérable de billets était immobilisée dans les banques. Le Comité Mac Millan avait estimé que cette quantité n'était pas inférieure à 105 millions pour les Clearing banks, alors que 40 millions auraient suffi à effectuer sans aucune gêne tous les paiements en espèces de ces banques. Une partie de ces billets a été aujourd'hui remise à l'Institut d'émission dont la réserve s'est trouvée accrue d'environ 15 millions. Certes l'abondance des signes monétaires entraîne la hausse des fonds d'Etat et l'affaiblissement du taux des effets commerciaux et des bons du trésor. Toutefois l'augmentation de la circulation s'effectue parallèlement au renouveau de l'activité industrielle, ce qui

montre bien que les billets ont servi à payer l'excédent de travail et l'augmentation des prix de détail et qu'ils n'ont contribué que dans une mesure moindre à l'aisance monétaire.

L'accroissement de 6 % du volume de la monnaie en 1935 n'a pas, selon M. Keynes, été suffisante pour maintenir le niveau des rentes dans une année où la production industrielle, le prix des marchandises et le prix de la vie tendaient à monter. L'importance des billets dans l'économie anglaise est d'ailleurs assez restreinte. Ils ne servent qu'à effectuer des petits paiements, le moyen essentiel de règlement étant le chèque, l'énorme majorité des paiements sont effectués par ce procédé. On évalue à 85 ou 90 % le total des paiements effectués en Grande-Bretagne sans utilisation d'espèces. Aussi serait-il illusoire de pratiquer une politique monétaire qui n'aurait d'effet que sur le montant des billets en circulation et n'agirait pas sur les dépôts des banques et sur la monnaie scripturale.

b) *L'Institut d'émission en tant que Banque des banques :*

C'est grâce à la politique suivie à cet égard par l'Institut d'émission que la baisse du loyer de l'argent a pu être maintenue depuis quatre ans.

De fait, la Banque Centrale contrôle le volume du crédit de deux façons : d'une part en agissant sur le « cash » des banques, d'autre part en ayant recours à « l'open market policy ».

Les dépôts bancaires sont à la base du crédit en Grande-Bretagne, leur élévation ou leur diminution détermine l'expansion ou la restriction du crédit. Les mouvements de fonds ont ici une importance toute spéciale, car à une quantité donnée de dépôts correspond un volume de crédit neuf fois supérieur. Il est en

effet de pratique courante en Angleterre qu'une liquidité de 10 % suffit à assurer la marche normale des affaires. Il suffit donc à la banque centrale de faire varier le *cash* des banques pour restreindre ou accroître le volume du crédit. Précisément il lui est aisé de contrôler la liquidité bancaire.

En tant que banque des banques elle est à même d'agir sur le poste « Bankers deposits ». Les variations de ce poste présentent donc une importance capitale pour l'étude de la politique d'argent facile et à bon marché instaurée depuis quatre ans en Angleterre. Or nous notons précisément un accroissement de ce poste qui s'élève de 1931 à janvier 1936 de £ 64,7 millions à £ 114,7 millions. Cette progression montre bien l'importance de l'extension du crédit due à l'élévation des dépôts bancaires auprès de l'institut d'émission.

Toutefois les banques, quoiqu'elles se soient imposées un minimum de liquidité, pouvaient être tentées d'abaisser ce minimum. En réduisant ou en augmentant leur ratio, elles pouvaient provoquer une expansion ou une restriction de crédit, ici encore la banque centrale est à même de contrôler l'évolution du crédit et ceci grâce à l'*open market policy*.

Il lui suffit de vendre des titres pour voir le *cash* des grandes banques se réduire proportionnellement ou au contraire en acheter pour augmenter leur liquidité. L'*open market policy* se caractérise en effet par l'intervention directe de la Banque d'Angleterre sur le marché libre. Ses achats ou ses ventes portent essentiellement sur des valeurs d'Etat, sur des titres de chemins de fer, des valeurs coloniales, des actions garanties par l'Etat, et dans une proportion moins forte sur des effets commerciaux. Etant donné les répercussions que son intervention apporte ainsi dans le volume du crédit, il semble naturel que dans une période de crise financière, comme celle qu'a traversée l'Angleterre en

1931, la Banque d'Angleterre n'ait pas hésité à se servir de l'*Open market policy*. De fait, durant ces quatre années, et plus particulièrement au cours de la période qui a immédiatement précédé et suivi la conversion l'Institut d'émission a agi sur le volume du crédit par ses achats de titres.

Il est assez difficile d'apprécier exactement l'étendue de ses interventions, car elles ne font pas l'objet de déclarations officielles. Pour en avoir une idée d'ensemble, il est nécessaire d'examiner et de comparer les bilans hebdomadaires publiés par la Banque d'Angleterre, encore que ceux-ci soient souvent assez obscurs. Le tableau ci-dessous permet d'apprécier l'importance des achats effectués depuis la chute de la livre, et si l'on songe que les grandes banques ne conservant qu'une liquidité de 10 % décuplent leurs moyens de crédit, on peut juger par là de l'importance

Département d'émission			Département bancaire		TOTAL	Différence à part. de 1932	
Dates	Val d'état	Aut. val.	Val. d'état	Aut. valeurs			
Moy. 1930.	233,1	11,4	49,7	18,1	72,3		
Sep. 1931.	245,1	14,8	56,7	26,4	343		
Déc. 1931.	244,2	15,8	71	34,1	365,1		
Jan. 1932.	243,7	16,5	54	37	351,4		
Mars 1932.	245,2	15	43	43,9	347,1	—	4,3
Mai 1932.	200,7	59,5	70,9	21,3	352,4	+	1
Juin 1932.	200,6	59,6	70,2	25,9	356,3	+	4,9
Sep. 1932.	250,2	10	70,4	18,4	349	—	2,4
Déc. 1932.	254,7	5,5	90,5	18,8	369,5	+	18,1
Jan. 1933.	255,3	5	99,8	17,9	378	+	26,6
Juin 1933.	343,7	1,7	15,2	12	332,6	—	18,8
Déc. 1933.	242,9	2,5	80	14	339,4	—	12
Jan. 1934.	244,5	1	83,7	12,9	342,1	—	9,3

(1) A l'exclusion du poste « discount and advances ».

des moyens de crédit mis à la disposition du marché de Londres grâce à l'open market policy.

On voit très nettement que le poste *valeurs d'Etat*, ainsi que le total du portefeuille de la Banque d'Angleterre passent par un maximum en janvier 1933. De même, après élimination de quelques fluctuations, c'est en 1932, à l'époque de la conversion du War loan, que l'Open market policy semble avoir été appliqué de façon continue. Par contre dès le début de 1933 et en 1934 le portefeuille de la banque d'Angleterre n'a cessé de diminuer. M. Mac Kenna voit dans ces achats de titres opérés par la Banque d'Angleterre, et multipliés par les *Joint stock banks* une des causes essentielles de l'aisance monétaire et de la baisse de l'intérêt à long terme. En effet, bien qu'agissant directement sur le volume du crédit, l'intervention de la Banque centrale a un effet indirect mais certain sur le prix des capitaux à long terme. La loi de l'offre et de la demande, joue ici un rôle important.

Cette politique a eu sur l'abondance du marché financier de Londres une importance décisive, enfin elle a été heureusement complétée par l'augmentation des stocks d'or à la banque d'émission. De fait, si l'on examine la situation de 1932 et 1933 on s'aperçoit que le volume du crédit a pu être maintenu à un niveau élevé grâce à l'importance des achats effectués en 1932 par la Banque d'Angleterre, et que c'est surtout en 1933 que l'influence des stocks d'or s'est manifestée. A cet égard il n'est pas indifférent de comparer les variations du stock d'or avec les achats de titres de la Banque d'Angleterre.

*Total de l'accroissement de l'encaisse or
et du portefeuille des valeurs
de la Banque d'Angleterre*

<i>Date</i>	<i>Variation du portef. titres</i>	<i>Variation de l'encaisse-or</i>	<i>TOTAL</i>
Janv. 1932.....	—	—	—
Mars	— 4,3	—	— 4,3
Mai	+ 1	+ 2,1	+ 3,1
Juin	+ 4 9	+ 16 2	+ 21 5
Sept.	— 2,4	+ 25	+ 22,6
Décembre	+ 18,1	+ 10,7	+ 28,8
Janv. 1933.....	+ 26,6	— 2,1	+ 24,5
Juin	— 18,8	+ 94,6	+ 75,8
Décembre	— 12	+ 98,9	+ 86,9
Janv. 1934 . . .	— 9,3	+ 98,9	+ 89,6

L'examen de ce tableau met en lumière l'accroissement constant du volume du crédit entretenu successivement par l'open market policy et par l'afflux d'or dans le pays. Ainsi la Banque d'Angleterre est à tout moment capable de contrôler le volume du crédit offert par le système monétaire et bancaire et nous avons vu qu'elle s'est servie de ce pouvoir pour augmenter d'une façon continue les disponibilités sur la place de Londres. Aucune des transformations dans le volume du crédit ne lui a échappé et c'est grâce à l'attitude qu'elle a adoptée depuis quatre ans qu'a pu se produire dans la situation des banques le changement qu'il convient maintenant d'étudier.

Si nous examinons l'ensemble des dépôts bancaires, nous constatons depuis la crise une élévation assez sensible tant au poste « *Bankers Deposits* » de la Banque d'Angleterre que dans les dépôts laissés dans les banques. Le montant des *Bankers deposits au Banking*

Department passe de £ 64,7 millions en 1931 à £ 114 7 millions au début de 1936, soit une augmentation de 50 millions. Cet accroissement s'explique en partie par une élévation de la circulation fiduciaire qui passe pendant la même période de 354,8 millions à 401,4 millions. A cet égard il ne faut toutefois pas oublier que la politique suivie par la banque d'Angleterre en ce qui concerne ses achats d'or a limité strictement l'expansion de crédit. Celle-ci n'en est pas moins évidente, elle apparaît d'autant plus sensible qu'un examen des dépôts détenus par les principales banques met en lumière l'accroissement de ceux-ci. Les dépôts dans les dix principales banques du Clearing de Londres lesquelles représentent environ les trois quarts des dépôts dans l'ensemble des banques anglaises, après avoir fléchi jusqu'à 1.712 millions (1) se sont relevés progressivement jusqu'en septembre 1935 pour atteindre 2.024 millions. Nous avons constaté dans le même temps une augmentation des réserves liquides et des dépôts à la banque d'Angleterre. Pour ces mêmes banques ils sont passés de 195 à 208 millions, progression un peu moins accentuée que celle des dépôts, de sorte que la proportion de l'encaisse aux dépôts est tombée de septembre 1929 à septembre 1935 d'approximativement 10,9 % à 10,3 %, ce qui marque une expansion de crédit. Comme d'autre part la circulation des billets a augmenté de 10 % alors que le montant des dépôts progressait de 13 %, il semble que l'augmentation des dépôts en banque se soit accompagnée d'une légère inflation de crédit.

Cet accroissement des dépôts, en majeure partie est dû à l'afflux des capitaux étrangers ; l'accumulation de l'or à la Banque d'Angleterre n'ayant eu qu'une

(1) Ils étaient de 1.792 millions en 1929 à la veille de la crise bancaire.

influence moins grande. De fait, les troubles financiers qui se produisirent sur le continent et plus particulièrement la crise belge, suscitèrent un afflux de capitaux sur la place de Londres et par voie de conséquence, les banques virent s'accroître leurs dépôts. Une telle situation eût été des plus favorables en période normale, mais l'abondance des disponibilités en temps de crise ne laissa pas de préoccuper les financiers de la cité. Le problème du remploi des fonds devenait chaque jour plus difficile à résoudre. Le marasme des affaires privait, en effet, les établissements de crédit d'une partie importante de leurs placements normaux, c'est ainsi que les avances diminuèrent de 1930 à 1935 de près de 200 millions, passant de 963 millions à 769 millions, et que la proportion des avances consenties relativement au total des dépôts tombe de 53,5 % à 38,5 %. Entre septembre 1931 et septembre 1933, alors que les dépôts s'accroissaient de £ 240 millions, les avances diminuaient de £ 160 millions; c'est précisément ce double phénomène de l'augmentation des fonds déposés dans les banques coïncidant avec la difficulté de leur emploi qui entraîna la baisse de l'intérêt et la hausse des rentes. Le ralentissement du commerce, la très forte diminution du nombre des acceptations ne permirent pas aux capitaux de se placer, l'abondance des disponibilités qui en résulta eut pour conséquence directe une chute des taux d'intérêt. Le marché à court terme connut rapidement une baisse profonde du loyer de l'argent, dont le trésor fut le grand bénéficiaire. Pratiquement seul emprunteur, il put renouveler les bons du trésor à des taux exceptionnellement avantageux, et toute la charge de la dette flottante dont le montant n'était pas inférieur à 900 millions de livres put ainsi être considérablement allégée. Mais l'achat de bons

du trésor à court terme ne procurait aux banques qu'un profit négligeable sans comparaison avec celui qu'elles retiraient autrefois de leurs avances à l'industrie. Aussi apparut-il nécessaire de trouver d'autres débouchés. Le volume des prêts commerciaux accusant une diminution constante, il leur fallut développer leurs achats de fonds d'Etat à moyen et long termes. L'examen des bilans des principales banques montre assez l'importance de ces achats et met en lumière le soutien efficace dont le crédit public a ainsi bénéficié. De 1930 à 1935 le total des titres possédés par les Clearings banks monte de 258 millions à 615 millions et leur pourcentage par rapport au total des dépôts passe de 14,3 à 30,8. De même les « *Government securities* » à la Banque d'Angleterre s'élèvent de 45,5 à 95,8 millions : près d'un tiers des dépôts a été investi en fonds d'Etat. En ajoutant les achats des bons du Trésor l'importance du soutien accordé par les banques au crédit public apparaît considérable. Si nous examinons la situation en septembre 1933, sur 1957 millions de dépôts, 563 millions sont investis en fonds d'Etat et 250 millions de Treasury bills sont détenus par les banques, au total 40 % des dépôts. Cette évolution des placements bancaires n'est toutefois pas sans inconvénients. Elle immobilise les disponibilités des banques et risque de provoquer ultérieurement une crise de crédit, aussi les banques ont-elles songé à freiner l'expansion du crédit. La proportion de leur encaisse et de leurs dépôts à la Banque d'Angleterre a de ce fait quelque peu augmenté. Alors qu'en 1931 et 1932 ce pourcentage était de 10,4, il passe à 10,8 en 1933, et à 11,3 en 1934 ; le souci de leur liquidité a donc incité les banques à accroître leur cash. Quoi qu'il en soit les banques jouent dans le placement des fonds d'Etat et dans le soutien des cours un rôle pri-

mordial et c'est à leurs achats de titres que les finances publiques sont redevables du maintien du cours des rentes à un niveau élevé. L'évolution des placements bancaires est en définitive un des aspects les plus importants de la politique financière de l'Angleterre durant ces quatre dernières années ; à vrai dire, cette évolution s'est faite quelque peu indépendamment de la volonté de financiers de la cité. Elle est due, ainsi que l'aisance monétaire et la baisse de l'intérêt, à l'entrée d'importants capitaux circulants et à l'impossibilité d'utiliser d'une manière normale les dépôts bancaires, impossibilité due elle-même à la raréfaction des crédits commerciaux. Dans une certaine mesure et sans trop cultiver le paradoxe, il est donc possible de dire que l'extrême bon marché de l'argent dont bénéficie la place de Londres est dû à la crise. Tout le mérite des dirigeants britanniques a été de savoir le développer, le maintenir, et surtout l'utiliser d'une manière remarquable. Aussi l'étude du crédit public et privé en Grande-Bretagne, de 1932 à 1936, présente-t-elle un intérêt tout particulier.

DEUXIEME PARTIE

LES EFFETS

DE LA BAISSSE DE L'INTERET

LA BAISSSE DE L'INTERET ET LES FINANCES PUBLIQUES

I. — Situation du crédit public à la veille des conversions

Depuis longtemps l'Angleterre s'efforçait d'obtenir un loyer de l'argent peu élevé. La prospérité de ses finances et de son économie semblait en dépendre. A notre époque l'amélioration du crédit public devient de plus en plus un des buts essentiels de toute politique financière, et le bon marché des capitaux est un des moyens les plus efficaces d'y parvenir. Par ailleurs le désir d'éviter les faillites à l'intérieur du pays et de continuer une politique de prêts à l'extérieur l'incitait à entretenir une certaine aisance monétaire. Nous verrons qu'elle a réussi à en créer l'illusion, mais alors que les efforts tentés après la guerre pour conserver un crédit facile furent plutôt néfastes aux finances du pays, la période actuelle de baisse de l'intérêt se révèle particulièrement avantageuse. L'année 1931 marque dans l'histoire économique et financière de la

Grande-Bretagne l'avènement d'une ère nouvelle : coïncidant avec des taux d'intérêt très bas, elle est le point de départ d'un redressement magnifique du crédit public et de l'activité industrielle. La baisse prolongée du loyer de l'argent ne peut en effet manquer d'influencer favorablement les finances publiques du pays qui la subit. Le crédit de l'Etat, ainsi que celui des collectivités locales en sont les principaux bénéficiaires. La diminution du fardeau de leurs dettes est d'autant plus appréciable qu'en règle générale les Pouvoirs Publics se sont révélés de grands emprunteurs. L'allègement de leur budget se mesure ainsi à l'importance des emprunts contractés. En Angleterre ceux-ci ont rapidement atteint un niveau élevé, aussi conçoit-on aisément tout l'intérêt qu'une ère d'argent facile et à bon marché a pu présenter aux yeux des dirigeants britanniques. Ceux-ci l'ont d'ailleurs remarquablement utilisée. La situation du crédit à la veille du redressement met en lumière l'urgence d'une politique de compression des dépenses budgétaires. La réalisation de grandes conversions et leurs heureuses répercussions sur les finances de l'Etat et des collectivités locales témoignent de l'effort accompli.

Nécessité d'un redressement financier

A la veille de l'arrivée au pouvoir du Gouvernement National la situation des finances anglaises apparaissait peu brillante ; la Grande-Bretagne, pour avoir voulu ignorer les changements survenus dans le revenu national, victime à la fois de son orgueil et de la crise économique, se voyait obligée de reprendre contact avec les réalités et de restreindre son train de vie. Plusieurs années de restrictions avaient profondément troublé l'industrie et le commerce britanniques.

Déjà en partie éliminés dans la concurrence internationale par un prix de revient et une monnaie trop élevés, ils se voyaient avantageusement concurrencés sur leur propre marché.

Indépendamment de la baisse des prix mondiaux qui affectait durement l'économie nationale et aggravait chaque jour la situation des entreprises, les défaillances financières de certains pays eurent des répercussions profondes sur le marché anglais.

Le fait que d'importants capitaux prêtés par les banques britanniques se trouvaient immobilisés en Allemagne alarma les propriétaires ayant des fonds placés ou déposés à court terme sur le marché de Londres. Cette inquiétude, jointe à l'impression que la livre maintenue à un niveau trop élevé se trouvait intrinsèquement affaiblie par le gonflement sans précédent qu'avait subi les charges publiques pendant la guerre détermina un mouvement de retrait qui prit rapidement une ampleur redoutable. La place de Londres était restée la banque de dépôts du monde entier. Le rôle de prêteur international que traditionnellement elle avait assumé et qu'elle avait voulu continuer à tout prix malgré la diminution importante de ses revenus fut la cause de nombreux troubles financiers. Pour le continuer, l'Angleterre empruntait à court terme à des taux peu élevés et prêtait à long terme à des taux nettement supérieurs. Cette attitude n'était pas sans danger. La défaillance des pays emprunteurs et plus particulièrement de l'Allemagne devait amener des doutes sur la liquidité des banques anglaises et la confiance se retirant peu à peu, tout l'édifice du crédit de la Grande-Bretagne menaçait de s'effondrer en entraînant la livre. Par ailleurs celle-ci se trouvait affaiblie par la politique de crédit de la Banque d'Angleterre. Soucieux d'assurer aux commerçants et aux industriels un crédit abondant, l'Institut d'émission

se refusait en effet à élever le taux de l'escompte, malgré les exportations d'or qui se répétaient de plus en plus fréquemment.

L'état des finances publiques n'était guère plus satisfaisant, la crise économique avait diminué le rendement des impôts dans un temps où le budget enregistrait un accroissement de dépenses. L'augmentation des charges sociales, après l'arrivée au pouvoir du parti socialiste, et la charge grandissante du chômage entraînaient rapidement un déficit considérable. Sa persistance menaçait de compromettre le crédit de l'Etat. La situation paraissait donc des plus critiques et nécessitait des mesures énergiques, tant pour la sauvegarde de la devise que pour le rétablissement de l'équilibre budgétaire. A cet égard il semble que les dirigeants britanniques n'aient pas déployé vis-à-vis de la défense de la livre la même énergie que pour le rétablissement de l'équilibre budgétaire.

1° Défense de la livre.

Le maintien de la livre à la parité a été tenté de deux façons : d'une part la création d'une masse de manœuvres destinée à faire face aux retraits de capitaux, d'autre part le relèvement du taux de l'escompte. Toutes deux se sont révélées inefficaces, les fonds se sont épuisés rapidement, la hausse du taux de l'escompte a été tardive et insuffisante.

Afin de renforcer la position de la livre sur le marché des changes les autorités monétaires anglaises contractèrent en France et en Amérique des emprunts dont le total s'élève à 130 millions de livres, soit plus de 16 milliards de francs à l'ancienne parité de 1928.

C'est en vain que cette masse énorme de devises fut jetée sur le marché de Londres, les ressources s'épuì-

sèrent rapidement et l'accélération des sorties d'or contraignit le Gouvernement à proclamer le cours forcé.

Parallèlement à la conclusion de cet emprunt, la Banque d'Angleterre avait relevé le taux de son escompte. Mais il semble bien que les dirigeants de l'Institut d'émission ne l'aient fait qu'au dernier moment et peu convaincus de l'efficacité d'une telle mesure. Jusqu'en juillet rien ne laissait prévoir l'imminence du drame. Le taux de l'escompte avait même été ramené, au mois de mai, de 3 à 2 1/2 %. Ce n'est que le 30 juillet, après l'immobilisation des avoirs anglais en Allemagne que le taux fut porté à 4 1/2 % et il resta à ce niveau jusqu'au 21 septembre, date à laquelle la livre fut dévaluée et l'escompte porté à 6 %. La Banque d'Angleterre ne s'est donc décidée à élever son taux d'escompte que lorsqu'il était manifestement trop tard pour songer à défendre efficacement la livre. Selon l'opinion de M. Anderson, la devise anglaise aurait pu être sauvée en 1931 si, immédiatement après l'obtention du premier crédit franco-américain le taux avait été porté à 8 % ou, si lors de la conclusion du deuxième accord il avait été porté à 9 % (1). La hausse n'a eu lieu qu'au dernier moment, hâtivement, et d'une manière plus factice que réelle. L'Institut d'émission a essayé de maintenir un crédit abondant et facile. Ce désir témoigne du souci de financer la

(1) Le premier crédit avait été accordé à la Banque d'Angleterre par la Banque de France et les Banques de Réserve des Etats-Unis. L'accord publié le 1^{er} août portait sur un montant de 50.000.000 de livres et chacun des deux groupes prêteurs y participait par moitié et aux mêmes conditions. Le deuxième crédit dont la conclusion remonte au 23 août, portait sur un total de 80.000.000 de livres à échéance d'un an. 200 millions de dollars étaient avancés par un groupe de banques américaines au Trésor Britannique. 5 milliards de francs étaient en outre mis à la disposition de la Trésorerie par un consortium des principaux établissements de crédit et banques de la France.

dette flottante à des conditions aussi avantageuses que possible, de permettre la conversion du War loan et d'éviter la faillite de nombreuses firmes déjà en difficultés. Les financiers semblent d'ailleurs peu convaincus de l'efficacité d'une hausse du taux de l'escompte. Ils croient que ce n'est pas l'attrait de rémunérations plus élevées qui aurait empêché les capitaux de fuir, mais qu'au contraire toute hausse excessive aurait pu être interprétée comme un signe de faiblesse et augmenter de ce chef les craintes des créanciers britanniques. Les Anglais se sont donc résignés aisément à la chute de la livre. En 1926 ils avaient sacrifié l'économie nationale de la Cité en 1931 c'est la Cité qui est sacrifiée à l'industrie et au commerce. Ceux-ci étaient dans une situation lamentable, et le fait que la livre ait été pendant plusieurs années une monnaie surévaluée leur avait causé un préjudice considérable. Aussi est-il apparu préférable aux yeux des dirigeants britanniques de favoriser l'économie privée et de lui donner le privilège décisif qu'est aujourd'hui l'existence d'une monnaie abondante et à bon marché. Tous les efforts du Gouvernement tendirent désormais vers ce but. Il apparaît immédiatement que pour en assurer le succès l'assainissement des finances publiques s'imposait d'urgence, aussi la réalisation de l'équilibre budgétaire a-t-elle été poursuivie avec une extrême rigueur.

2° Réalisation de l'équilibre budgétaire.

Le budget avait connu une ascension rapide. A l'augmentation de dépenses nouvelles s'était ajouté un accroissement continu des charges de la dette. Il passe en effet des £ 197,5 millions en 1913-14 à £ 829,5 millions en 1929-30, soit un accroissement

de plus de 400 %. Les causes de cette élévation ont déjà été expliquées précédemment. Rappelons cependant que les charges de chômage qui, en 1925-26, étaient de 15,3 millions de livres, sont, en 1931-32, de 101,4 millions. Parallèlement l'Angleterre a vu très rapidement augmenter sa dette publique. Les charges multiples imposées par ses campagnes coloniales, par l'équipement national, par l'immixtion croissante de l'Etat dans l'économie privée ont nécessité de nombreux emprunts. Plus récemment la guerre mondiale a été le signal d'une élévation de la dette. Les nouvelles charges sociales, la réalisation de grands travaux ont encore nécessité un recours au crédit. Tous les Etats ont vu ainsi s'accroître leur dette, mais l'Angleterre marque à cet égard une avance considérable. Si l'importance des besoins du pays explique, dans une certaine mesure, la progression rapide des emprunts publics, la charge qu'ils imposent au budget nécessite une vigilance toute particulière. Jusqu'ici la trésorerie, grâce à une tradition solidement établie, a su, tout en permettant le maintien du crédit de l'Etat, poursuivre une politique extrêmement habile qu'on serait heureux de voir adopter par les collectivités locales. Pour l'Etat les charges de la dette atteignent, pour l'exercice 1931-32, 355 millions de livres sur un budget de 818.879.000, absorbant ainsi une proportion de 44 % des ressources normales. Pour couvrir l'accroissement des dépenses, le prélèvement fiscal a dû augmenter dans de fortes proportions. D'après l'*Economist* le total des recettes budgétaires provenant de l'imposition passe de 7 % en 1913 à 17 % en 1930 du revenu national. Pour 1931-32 l'estimation du revenu national doit être modifiée, afin de tenir compte des changements survenus du fait de la crise dans la situation économique

de la Grande-Bretagne. Si l'on prend pour base du revenu national le chiffre de £ 3.500 millions, le rapport des recettes inscrites au budget vis-à-vis de ce revenu s'élève à 21 % en 1931 et à 25 % en 1932 ⁽¹⁾.

Malgré cette élévation, les recettes deviennent rapidement insuffisantes, et le déficit apparaît. Le Comité Sir George May, constitué le 17 mars 1931 afin d'examiner les mesures à prendre pour rétablir l'équilibre menacé prévoyait pour le prochain exercice un déficit de 119 millions. D'après l'estimation du Chancelier de l'Echiquier, il devait atteindre, pour l'exercice 1931-32, le chiffre formidable de 170 millions. Une grave crise du crédit public était imminente. Coïncidant avec les difficultés de la place de Londres elle n'en était que plus dangereuse. L'importance de ce déficit et la menace qu'il laissait entrevoir pour l'avenir des finances publiques venant s'ajouter aux difficultés financières extérieures imposait des mesures de rigueur. La chute du Gouvernement travailliste et l'arrivée au pouvoir d'un Gouvernement National contribua à ramener la confiance. Toutefois une politique d'économie et de compression s'imposait d'urgence. Simultanément le Gouvernement entreprit de diminuer les dépenses et de demander aux contribuables un effort supplémentaire.

Toutes les dépenses de l'Etat subirent un examen attentif et dans tous les ministères il y eut une réduction des crédits alloués. Les fonctionnaires eurent leurs traitements diminués et le fonds de chômage cessa d'avoir recours aux emprunts ⁽²⁾. Les dépenses subi-

(1) En France le prélèvement est de 22 % du revenu national. En Allemagne il est de 23 %.

(2) Le projet de budget prévoit : la réduction des taux de l'allocation hebdomadaire (sauf pour celle de l'enfant à charge) de 10 % en arrondissant de 3 d. en 3 d. Cette réduction procurera une économie de 12.800.000. Par ailleurs on relève les coti-

rent ainsi une compression de 22 millions de livres. De même 13,7 millions d'économies furent réalisés sur le fonds d'amortissement. Parallèlement le Gouvernement se préoccupa de trouver des recettes nouvelles. La répartition des charges à l'intérieur du budget a présidé à cette aggravation de la fiscalité. En Angleterre les impôts directs fournissent une part prépondérante, ils produisent, en 1931-32, 460 millions, alors que le montant des impôts indirects ne s'élève qu'à 263 millions. Le Gouvernement travailliste a encore augmenté sensiblement la part des impôts directs et ceux-ci entrent pour 63,6 % dans les recettes normales du budget. Il a donc paru difficile d'élever le taux de l'income tax et le surplus des recettes a été surtout demandé aux contributions indirectes. L'income tax est relevé de 6 d et porté à s 5. L'impôt sur le thé est rétabli. C'est ainsi que M. Snowden espérait obtenir 29 millions des impôts indirects et seulement 11,5 millions des impôts directs. Enfin l'instauration du régime protectionniste devait être pour le budget une nouvelle source de revenus. Le résultat fut le rétablissement immédiat de l'équilibre budgétaire. Celui-ci fut d'ailleurs facilité par l'effort considérable des contribuables qui, en réponse à la demande du Gouvernement de verser au début de l'année les trois quarts du montant de l'impôt sur le revenu, payèrent, dès le mois de janvier, une somme s'élevant à plus de 140 millions de livres. Alors que les dépenses s'élevaient à 803.366.000 livres dans le

sations hebdomadaires versées par les employeurs, les employés et l'échiquier.

Enfin le bénéfice de l'allocation d'assurance est limité à 26 semaines par assuré après quoi il sera exigé du bénéficiaire une nouvelle contribution. De même après les 26 semaines il y aura obligation pour tout chômeur désireux de bénéficier de l'allocation temporaire de fournir la preuve de son indigence.

premier budget de 1931-32, elles sont ramenées à 770 millions ⁽¹⁾ pour le deuxième budget de 1931-32 et les recettes atteignent 771 millions. Il y a donc un excédent d'environ 1 million 1/2. Si l'on songe que dans la première quinzaine de septembre 1931 le déficit avait encore été évalué à 74 millions, on peut juger par là de l'effort accompli. Toutefois cet équilibre restait précaire. Les charges fixes du budget étant très élevées, une diminution des charges de la dette était nécessaire pour consacrer définitivement l'assainissement des finances publiques et maintenir, dans les années suivantes, l'équilibre du budget. C'est à cette tâche que s'est employé le Gouvernement National.

DIMINUTION DES CHARGES DE LA DETTE. — Le fardeau rapidement croissant que les annuités à verser imposaient à l'Etat présentait un double péril. Tout d'abord en absorbant une part grandissante des produits budgétaires il conduisait à une élévation des parts contributives de chacun. Ensuite la fréquence et l'importance des emprunts risquaient de compromettre le crédit public et d'entraîner de graves répercussions dans la vie économique de la nation. Le cours de la rente est, en effet, un indice de la situation financière du pays. Le crédit public réagit sur le crédit privé, surtout à l'époque actuelle où l'Etat se révèle le principal emprunteur. Plus et plutôt qu'un indice le cours des rentes devient un facteur déterminant de la situation économique. Ce fait n'a pas échappé aux dirigeants britanniques, et à cet égard ceux-ci ont poursuivi une politique très orthodoxe, recherchant à la fois l'intérêt de l'Etat et celui de l'économie nationale. Indépendamment des avantages

(1) Les crédits avaient été prévus pour 783,7 millions.

qu'une très forte organisation technique de la trésorerie permettait d'espérer, ils ont pu déterminer dans le public anglais d'heureuses réactions psychologiques.

N'oubliant pas qu'à une époque où les emprunts de l'Etat absorbent une part notable de l'épargne, le taux de l'intérêt à long terme est fonction du crédit public, les Chanceliers de l'Echiquier ont toujours cherché à emprunter aux taux les plus bas possibles. De même l'équilibre qu'ils se sont efforcés de maintenir entre le marché financier et le marché à court terme, ainsi qu'à l'intérieur des compartiments du marché financier a eu d'heureuses répercussions sur le cours de la rente.

L'abondance de l'épargne en Angleterre, de même que l'existence d'une nombreuse clientèle forcée (assurances et banques) ont permis et facilité le maintien du crédit public. Dans l'insécurité générale les dirigeants anglais ont su compenser l'infériorité des taux par une sécurité plus grande et attirer ainsi les capitaux étrangers.

De plus, la confiance inspirée par leur politique financière a influencé favorablement les réactions psychologiques des épargnants, et c'est grâce à ces réactions, qui ne sont en définitive que la prévision des éléments techniques de l'avenir, que la conversion a pu être réalisée aussi aisément.

L'importance du facteur psychologique prend au cours de cette entreprise une influence toute spéciale étant donné l'instabilité de la monnaie et la période troublée dans laquelle elle se déroule. Le rôle de la spéculation a su, d'autre part, être limité. L'amortissement de la dette publique témoigne, par ailleurs, du souci constant de maintenir le montant total de la dette à un niveau supportable pour le bud-

get. L'excellence de cette politique, malheureusement, ne s'est pas étendue aux collectivités locales. L'accroissement rapide de leurs obligations et l'endettement bien souvent exagéré des municipalités ont ruiné leur crédit et rendu insupportable le poids des annuités. Une telle situation était d'autant plus alarmante que la crise économique, en diminuant les ressources, en rendait la charge plus sensible. Aussi la baisse de l'intérêt intéressait-elle tout particulièrement les finances publiques. Celles-ci y trouvent, à côté de l'intérêt immédiat qui est pour elles la diminution des annuités, un intérêt indirect mais non moins négligeable : la diminution des secours de chômage, grâce à une reprise de l'activité économique. Ces avantages expliquent qu'à une époque où le crédit public revêt une importance primordiale, les pouvoirs publics aient songé à déclencher une baisse de l'intérêt dont ils s'avèrent en définitive les principaux bénéficiaires.

En 1931 une politique de compression des dépenses de la dette s'imposait d'urgence. Ainsi que nous l'avons vu la progression des charges de la dette rendait l'équilibre budgétaire impossible ; les charges qui, en 1913-14 ne s'élevaient, amortissement et intérêts compris, qu'à £ 24,5 millions, sont, en 1931, de £ 360 millions, absorbant ainsi près de la moitié des ressources normales. Le fardeau était d'autant plus sensible que pour le supporter l'industrie payait des impôts très élevés. Deux procédés étaient possibles pour amener un allègement de la dette : soit réduire son capital, soit diminuer l'intérêt versé ; c'est à cette seconde alternative que s'est arrêté le Gouvernement National.

Réduction du capital. — L'amortissement régulier de la dette est une tradition ancienne en Grande-Bre-

tagne ; empruntant beaucoup, les Anglais ont rapidement compris la nécessité d'amortir, en période normale, pour se réserver plus de possibilités en cas de crise. Toutefois, malgré des efforts constants, la dette n'a cessé de progresser. Soucieuse d'en diminuer le montant la trésorerie eut recours à divers procédés.

En premier lieu les excédents budgétaires sont affectés à l'amortissement et ce n'est là que l'expression d'une saine gestion financière. Mais, restant toujours aléatoire, il a fallu avoir recours à un procédé plus sûr. Les Anglais l'ont trouvé dans l'institution du « *New Sinking fund* ». Il consiste en l'affectation obligatoire d'une partie des ressources budgétaires à l'amortissement. Doué d'une grande souplesse il a été très utile. Il ne comporte pas d'engagement pouvant lier l'Etat vis-à-vis de ses créanciers, enfin il est supprimé en cas de déficit budgétaire, ce qui est des plus logique. Plus récemment, il a semblé qu'en fixant à un chiffre fixe le montant les charges de la dette (amortissement et intérêts) on parviendrait à des résultats meilleurs. Aussi, en 1928, M. W. Churchill, alors Chancelier de l'Echiquier, prévoyait-il un plafond maximum de 355 millions porté à 360 millions en 1930. La fixité de ce plafond, supérieur aux annuités de la dette, marquait nettement l'intention d'assurer coûte que coûte l'amortissement rapide de celle-ci. Cette politique très courageuse, mais singulièrement difficile à poursuivre dans une période de crise, a dû être abandonnée, et c'est par une réduction des charges en intérêt que le Gouvernement a entendu équilibrer le budget.

Réduction des intérêts. — De même que l'Angleterre s'est toujours préoccupée d'amortir rapidement sa dette, pour sauvegarder son entière capacité d'em-

prunt, de même elle s'est toujours préoccupée de contracter ses obligations aux meilleurs prix possibles, et ceci aussi bien en ce qui concerne la dette flottante que les emprunts à long terme. Elle était ainsi parvenue à obtenir des taux relativement peu élevés qu'elle s'efforçait encore de diminuer par des conversions. La pratique des conversions n'est en effet pas nouvelle en Grande-Bretagne. Déjà en 1888 Goschen en avait réalisé une qui, à l'époque, avait eu un grand retentissement. Elle avait converti 599 millions de livres de titres à 3 % en titres 2 1/2 %. La Trésorerie n'employait donc pas un procédé inconnu et non adapté au tempérament anglais. D'ailleurs le Gouvernement s'était toujours préoccupé de renouveler ses anciennes dettes et de les convertir en de nouveaux titres plus avantageux. C'est ainsi que, dans la période qui précède la grande conversion du War Loan, les appels de l'Etat à l'épargne ont porté respectivement sur :

En Livres

1928.....	234.041.983
1929.....	203.525.540
1930.....	107.088.084
1931.....	12.245.373

Toutefois, la conversion qu'a tentée et réussie le Gouvernement en 1932 n'a rien de comparable avec celle réalisée précédemment par Goschen. D'un montant énorme de £ 2.500 millions, elle dépasse toutes les conversions tentées jusqu'ici. Aussi sa préparation nécessita-t-elle des précautions toutes particulières et sa réussite s'est-elle accompagnée d'une évolution profonde des conditions du crédit en Grande-Breta-

gne. Coïncidant avec une période d'argent facile sur le marché à court terme, elle a déterminé sur le marché financier un abaissement du taux d'intérêt des plus favorables à l'économie du pays.

II. — La trésorerie et le marché à court terme

La nécessité d'une dette flottante n'est plus aujourd'hui discutée. Le décalage qui existe entre la perception des recettes budgétaires et le paiement des dépenses nécessite la possession de disponibilités abondantes. L'Etat trouve précisément dans la création d'une dette flottante les fonds nécessaires à l'ajustement dans le temps, des paiements et des dépenses. Cette nécessité apparaît en Angleterre d'une façon très nette. Alors que pendant le premier et le troisième trimestres la Trésorerie doit faire face à de lourdes échéances, notamment au paiement des annuités de la dette publique, elle enregistre au contraire de fortes rentrées d'impôts pendant le second et le quatrième trimestres. La constitution d'une dette flottante pour combler les déficits temporaires de la Trésorerie répond donc à une obligation certaine. Toutefois, si son existence semble indispensable, sa composition et son montant exercent une influence capitale sur le crédit de l'Etat.

Par la nature de la clientèle qui y souscrit, la Trésorerie voit ses possibilités s'accroître ou se restreindre. Par le montant des émissions effectuées elle influe sur le crédit public. A ce double point de vue de la qualité et de la quantité la Trésorerie britannique se trouve favorisée.

La dette flottante se compose :

1° d'avances consenties par la Banque d'Angleterre sous forme de « *deficiency advances* » et de « *Ways and means advances* ».

Les avances se traduisent par le gonflement des dépôts dans le Clearing banks et par l'augmentation du poste « *Bankers deposits* ».

2° des avances des départements publics comprenant des organes très divers, par exemple « *les National Debt commissioners, les saving banks, le public trustee* » et certains offices gouvernementaux tels que le « *Post Office, l'Inland Revenue, les douanes l'excise* ». Les départements publics ont un compte à l'Institut d'émission qui tombe sur la rubrique : « *dépôts publics* ».

3° des *National civil certificates*.

4° mais la masse la plus importante est constituée par les *Treasury bills*, créés, en 1877, à l'instigation de Bagehot, et dont la clientèle est composée des Big five et de quelques satellites. C'est donc une clientèle très restreinte et en même temps très sûre. Difficilement en proie à la panique, elle évite les retraits massifs. Les plus importants souscripteurs de *Treasury bills* sont en effet dans un ordre décroissant : les banques de dépôts, les bill-brokers, les maisons d'acceptation, la Banque d'Angleterre, les Compagnies d'assurances et les autres banques. Alors qu'en France les bons du Trésor touchent un public nombreux, ils n'atteignent, en Angleterre, qu'une clientèle restreinte et généralement d'une grande compétence. Il s'ensuit qu'au lieu de se trouver devant une masse de porteurs prêts, à la moindre alerte, à réclamer le remboursement, le Trésor britannique se trouve à l'abri des mouvements violents d'opinion ; selon l'expression de M. Baudin « il n'existe pas outre-Manche ce plébiscite des bons, qui rend si fragile notre Trésorerie dès qu'elle exagère ses émissions ». Ayant une clientèle relativement stable, la dette flottante peut prendre une grande extension. Les principaux établissements de

crédit détiennent pour environ £ 2.700 millions. L'aisance monétaire qui en résulte permet à la Trésorerie une certaine liberté dans le montant de ses émissions, elle y est d'autant plus incitée que le placement des bons du Trésor lui assure le minimum d'intérêts à payer.

Les treasury bills se placent de deux manières : une partie est prise par le « *Public Department* » et le *fonds d'égalisation des changes* directement et sans soumission ; une autre part est placées par soumission cachetée tous les vendredis. Les bons sont de £ 5.000 à £ 10.000 et le montant de la soumission ne peut être inférieure à £ 50.000. Les soumissions doivent être faites par l'intermédiaire d'un banquier de la Cité, d'une maison d'escompte ou d'un bill-broker. Lorsque les soumissions sont acceptées en commençant par les taux les plus favorables au Trésor, les personnes en sont avisées au plus tard le lendemain et le paiement total doit être effectué à la Banque d'Angleterre, en espèces ou par un tirage d'une banque sur la Banque d'Angleterre, au plus tard à 2 heures de l'après-midi le jour dont les bons portent la date.

A titre d'exemple voici les moyennes mensuelles des Treasury-bills pris directement et par soumissions cachetées :

Moyenne mensuelle	32	33	34	35
Tender Bills	666	597	450	565
Top Bills	269	342	450	301
	935	939	900	866

La Trésorerie a donc à sa disposition un moyen de crédit extrêmement économique et d'une grande sou-

plesse. Disposant d'un marché abondamment pourvu de capitaux, elle peut émettre un chiffre considérable de Treasury-bills sans compromettre son crédit. De fait elle n'a pas manqué d'en profiter, et alors qu'en France une dette flottante de 15 milliards est une cause d'embarras, celle-ci atteint en Angleterre £ 900 millions, et ceci sans aucune gêne apparente. Si avantageux que soient les bons du Trésor, un montant aussi considérable ne laisse pas d'entraîner des charges en intérêts assez importantes. Leur réduction était donc souhaitable, celle-ci ne ferait que peu de difficulté. En effet, s'il est malaisé d'entraîner une baisse du loyer de l'argent à long terme, en revanche il est assez facile d'obtenir à bon compte des capitaux à court terme.

La trésorerie et la banque d'Angleterre sont à même en agissant sur le volume du crédit, d'obtenir rapidement ce résultat. Il est paru d'autant plus facile d'y parvenir qu'à une époque de crise l'augmentation de l'offre correspondait à une diminution des demandes. Dans cette tâche le gouvernement était singulièrement aidé par une série de circonstances extérieures qui firent affluer les capitaux étrangers sur la place de Londres. L'abondance monétaire qui caractérise le marché à court terme de 1931 à 1936 est due en premier lieu aux mesures prises par le gouvernement national. Alors que grâce à l'appui de la Banque d'Angleterre et de la Cité il augmentait l'offre, ils se préoccupait par ailleurs d'en diminuer la demande. L'interdiction des émissions pour comptes étrangers, la diminution volontaire des emprunts publics ont contribué à l'aisance du marché monétaire que des circonstances fortuites vinrent encore accroître. La crise économique a libéré une quantité de capitaux et n'a pas permis à l'épargne de s'investir. Dans l'impos-

sibilité de trouver un placement rémunérateur, cette masse de capitaux a reflué vers le marché à court terme et la place de Londres qui paraissait la plus sûre a, en grande partie, bénéficié de cet afflux. Comme le ralentissement des transactions internationales leur interdisait de se placer, et que la reprise des affaires en Grande-Bretagne permettait aux entreprises d'assurer à leur trésorerie des rentrées normales, il en est résulté une pléthore de capitaux en quête d'emploi. L'engorgement du marché monétaire détermina une chute verticale des taux d'intérêt. Elle fut d'autant plus profonde que ces capitaux plus préoccupés de sécurité que de rendement se contentaient d'une rémunération infime. Le marché à court terme connut ainsi pour le plus grand bien de la trésorerie, une ère d'aisance et de bon marché que le gouvernement a su entretenir depuis quatre ans.

Le loyer infime de l'argent était en premier lieu pour les pouvoirs publics une source d'économie, il lui a permis ensuite de préparer la conversion du War loan dans d'excellentes conditions. Depuis 1931 les charges de la dette flottante ont considérablement diminué. Apportant ainsi un soulagement immédiat au budget, l'étude de son évolution en capital et en intérêts permettra d'en saisir toute l'étendue. Signalons tout d'abord que la dette flottante qui, au 31 mars 1913 s'élevait à £ 1.412 millions, avait été réduite à £ 742,2 le 31 mars, grâce à un amortissement rapide. Depuis lors celui-ci s'était quelque peu ralenti, il était encore en janvier 1931 de £ 708,745 millions. Dans les années suivantes elle s'est sensiblement accrue ainsi qu'il se dégage du tableau suivant : (1)

(1) Ce tableau permet en outre de se rendre compte de l'importance des « Treasury bills » dans la dette flottante.

Montant de la dette flottante (en millions de £).

			Part prise par les T. B.
	1928	825	787.985
	1929	870	780.245
	1930	765	690.235
	1931	730	664,480
Janvier	1932	636,5	Mars 604.455
Décembre	1932	985	928,250
	1933	973.9	939
Mars	1934	844,7	
Décembre	1934	932,5	878
Mars	1935	833,4	

Au contraire si nous examinons les charges en intérêt, nous constatons une évolution inverse.

National Debt Interest (en millions de livres)

Années	T.B.	Saving certificates	Total
1924-1925	20,8	7,1	27,9
1930-1931	12,5	16,1	28,6
1931-1932	20,7	15,3	31,0
1932-1933	5,9	15,0	20,9
1933-1934	4,1	11,1	15,2

Ainsi alors que le capital s'élève de 1931 à 1933 de £ 708.745 millions à £ 979,5 millions, la charge en intérêt baisse de £ 37.9 millions à £ 15,2 millions. Cette baisse est encore plus sensible si l'on regarde les Treasury bills qui en constituent la majeure partie, ils tombent de £ 20.8 millions à £ 4,1 millions, soit une économie de £ 16,7 millions. Alors que le volume des Treasury bills augmentait de près de 300 millions la baisse d'intérêt a donc été très profonde. Le tableau

suivant publié par la Statistical Summary Bank England en retrace l'évolution :

T. B.		T. B.	
	1932....	1,486	Janvier 1935 0,272
	1933....	0,591	Février 0,279
Décembre	1933....	1,059	Mars 0,497
Janvier	1934....	0,903	Avril 0,508
Février		0,864	Mai 0,514
Mars		0,835	Juin 0,660
Avril		0,891	Juillet 0,594
Mai		0,853	Août 0,589
Juin		0,853	Septembre 0,551
Juillet		0,880	Octobre 0,612
Août		0,880	Novembre 0,554
Septembr		0,810	Décembre 0,683
Octobre		0,750	Janvier 1936 0,528
Novembre		0,330	Février 0,531
Décembre		0,470	Mars 0,521
			Avril 0,524
			Mai 0,541
			Juin 0,580

La moyenne annuelle qui en 1932 était encore de 1,486 % tombe à 0,591 % en 1933. De décembre 1933 à janvier 1935 le taux diminue sans arrêt, passant de 1,059 % à 0,272 %, ce qui constitue un record. Il remonte à partir de mars 1935 pour se stabiliser un peu au-dessus de 1/2 % ce qui est encore une rémunération très faible. Ainsi dans l'ensemble l'argent à court terme dont les Treasury bills constituent un débouché des plus importants a été presque gratuit. Ces conditions extrêmement avantageuses pour le Trésor sont toutefois un signe certain du manque d'activité des

affaires et de la difficulté d'employer les capitaux à court terme. La courbe des Treasury bills page 194. montre d'une façon saisissante l'allègement qui en est résulté pour le budget. L'aisance monétaire et la facilité d'emprunter à des taux anormalement bas, ainsi qu'en témoignent les tableaux ci-dessus, ont contribué à l'amélioration du crédit public et facilité les opérations de conversion. Nous avons constaté la baisse profonde de l'intérêt à court terme, baisse amorcée par la politique du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, mais elle n'a été maintenue que grâce à l'attitude de la Trésorerie vis-à-vis du marché monétaire. Les pouvoirs publics ont su très habilement, en ne multipliant pas les appels au crédit, prolonger le bon marché de l'argent et se ménager des disponibilités pour la conversion. Ceci apparaît très nettement à l'étude des variations de la dette flottante. Le souci d'assurer sur la place de Londres une grande aisance monétaire se traduit par la diminution de la dette flottante au début de 1932. Alors qu'elle était en 1931 de £ 708.745 millions, elle n'est plus en janvier 1932 que de £ 636.355 millions. Avant de se lancer dans les conversions, le gouvernement a suspendu ses appels au crédit. Brusquement au cours de la même année le volume des bons du Trésor passe à £ 928,2 millions. Durant cette période le gouvernement a entrepris la grande conversion du war loan, et, en augmentant la dette flottante, il a voulu se créer des disponibilités et se réserver une certaine marge lui permettant de faire face aux remboursements de fin d'année, Jusqu'en septembre 1933 le montant total des « *Treasury bills* » et des « *saving certificates* » atteint 1.200 millions, depuis il n'a cessé de s'accroître, ceci est dû surtout à la création du fonds d'égalisation des changes, qui a été crédité de 150 millions de treasury bills. Depuis

lors il a peu à peu diminué. Bien qu'il soit extrêmement avantageux d'emprunter à des taux aussi réduits, M. Neville Chamberlain a jugé prudent d'en consolider une partie à un taux relativement très avantageux. Aussi voit-on émettre plusieurs emprunts de consolidation. Dès 1933 un emprunt de conversion est émis à 2 %. En 1934 nouvelle réduction de £ 41,1 millions en raison de l'excédent du budget de 1933-1934 et de l'émission en avril d'un emprunt de conversion ; la dette flottante est ainsi ramenée à £ 844,7 millions en mars 1934 et à £ 833,4 millions au 31 mars 1935. Cette diminution s'est accompagnée d'une diminution notable des treasury bills émis par soumissions qui tombent de £ 597 millions à £ 450 millions. Les « *Publics Departments* » et autres institutions qui obtiennent directement des bills, ont accru leur portefeuille en 1934 de £ 108,4 millions. Cette énorme contraction a réagi à la fois sur le marché monétaire et sur les banques ; manquant de bills les bill-brokers se sont retournés sur le marché des gilt-edged. Tandis qu'il y a un an le portefeuille des grandes maisons d'escompte consistait en £ 115 millions de « bills » et £ 28,4 millions de « securities » le dernier bilan accuse seulement £ 90,6 millions de bills et £ 25,5 millions de securities. Les répercussions entraînées par une réduction de l'offre des treasury bills montre à quel point ceux-ci dominant le marché de l'escompte. Elles expliquent également les difficultés auxquelles se sont heurtées les banques dont les frais sont à peine couverts par une aussi faible rémunération. Il n'en reste pas moins qu'à l'égard de la trésorerie, la baisse du loyer de l'argent sur le marché à court terme lui a permis de diminuer les charges de sa dette flottante, de faciliter les opérations de conversion et de contri-

buer à réaliser l'équilibre budgétaire indispensable à l'assainissement définitif des finances publiques.

III. — La trésorerie et le marché à long terme

a) LA CONVERSION

Toute la politique financière du gouvernement depuis 1931 est orientée vers un but unique : la conversion des rentes et plus particulièrement celle du war loan. Après la réduction des charges de la dette flottante il importait de consacrer la restauration définitive du crédit public par la baisse de l'intérêt accordée aux rentes, la tâche était ici singulièrement plus difficile, la trésorerie anglaise attachait à sa réalisation une importance capitale, aussi peut-on dire que tous ses efforts, toute sa ligne de conduite s'inspirent de cette idée. Si le risque de réaliser une conversion dans une époque aussi troublée était grand, l'avantage qu'elle présentait pour les finances publiques sans compter le surcroît de prestige qui en résulterait, justifiait amplement cette entreprise. Le résultat en est dée aux rentes ; la tâche était ici singulièrement plus une preuve éclatante. Soigneusement préparée, conduite avec succès, elle eut une influence décisive sur l'amélioration du crédit public et plus généralement sur l'économie nationale.

*
**

La conversion des rentes est toujours une opération délicate. Si son heureuse réalisation consacre l'excellence des finances publiques, en revanche son échec ruine définitivement le crédit de l'Etat. Le gouverne-

ment en cette matière n'a pas le droit d'échouer, il se doit de réussir. La conversion anglaise plus que toute autre devait être conduite à bonne fin ; portant sur un total énorme (£ 2.500 millions), la Trésorerie en cas de demandes de remboursement aurait été dans l'impossibilité d'y faire face, aussi n'est-ce qu'après une préparation minutieuse que M. Neville Chamberlain se décida à consacrer le redressement budgétaire par la conversion du War Loan. Les événements que venait de vivre la Grande-Bretagne rendaient l'entreprise singulièrement aléatoire. Il semblait en effet paradoxal de vouloir réaliser une conversion dans un temps où la livre privée de tout support, n'offrait qu'une garantie des plus relatives. L'instabilité monétaire est en de telles circonstances un obstacle considérable. S'ajoutant aux sacrifices demandées aux rentiers, un tel risque était de nature à multiplier les demandes de remboursement et mettre le trésor dans une situation délicate. Ce danger n'a pas échappé au gouvernement, il s'est préoccupé de rendre au public le maximum de confiance. Afin de ne couvrir que le minimum de risques le gouvernement s'est attaché : 1° à se réserver de larges possibilités sur le marché ; 2° à rendre la conversion avantageuse pour les prêteurs, l'Etat se trouvait en cette matière puissamment aidé par la banque d'Angleterre.

La Banque d'Angleterre apporte à la trésorerie un concours efficace. Le taux de l'escompte qui au moment de la chute de la livre avait été porté à 6 % est rapidement réduit. Le 18 janvier il tombe de 6 à 5 %, le 10 mars nouvelle réduction de 1 %, une semaine après il est de 3,5 %. Le 21 avril il est à 3 %, le 12 mai à 2,5 % et le 30 juin, jour de la conversion, à 2 %. Dans un minimum de temps le taux passe de 6 à 2 % ; le

souci d'assurer le succès de la conversion s'exprime dans cette chute profonde du taux de l'escompte. Elle ne peut en effet s'expliquer par le désir d'accorder à l'industrie un crédit presque gratuit puisque les avances au commerce et à l'industrie ne peuvent descendre au-dessous de 3,5 %, taux précédemment atteint. L'extrême bon marché de l'argent à court terme eut une double conséquence : l'aisance monétaire facilita les opérations transitoires et le financement de la conversion, la faiblesse des taux pratiqués sur le marché détermina une partie des capitaux flottants à s'investir dans les emprunts à longs termes, ce fait qui n'est d'ailleurs pas sans inconvénient, contribua également à assurer le succès de la conversion ; le gouvernement s'était d'ailleurs efforcé de la rendre avantageuse.

Elle l'était automatiquement du fait de l'extrême bon marché des taux pratiqués sur la place de Londres, de tels cours rendaient peu attrayant pour les porteurs le remboursement au pair des titres du War Loan ; ils étaient d'autant moins incités à ne pas y souscrire que le protectionnisme financier en interdisant l'émission de nouvelles valeurs étrangères rendait impossible tout placement. Sur le marché de Londres alors isolé, l'Etat restait le seul emprunteur ; l'économie privée encore déprimée par la crise n'était pas en mesure d'absorber les capitaux disponibles et les placements publics restaient en définitive le seul mode de placement un peu rémunérateur. M. Neville Chamberlain accordait d'ailleurs aux prêteurs de petits avantages de détails qui devaient faire accepter le nouveau titre plus facilement, tels que la prime de 1 % pour ceux souscrivant avant le 31 juillet.

En dépit de l'inconvertibilité de la livre, le gouvernement opéra un redressement complet de la situation : le cours des rentes avant la conversion témoigne

du progrès ainsi réalisé ⁽¹⁾. Tous les fonds dont le taux excédait 3,5 % se trouvaient au-dessus du pair dès le milieu de l'année, et notamment le War Loan 5 %. Si l'on établit une moyenne à la fin de juin le taux réel des fonds d'Etat était voisin de 3,75 % contre 5 % en septembre 1931. Dès lors M. Neville Chamberlain pouvait entreprendre avec le minimum de risque la conversion des rentes.

Nous avons étudié précédemment les mesures prises par les Pouvoirs Publics pour déterminer et entretenir une baisse de l'intérêt. Chacune d'elles contribue à créer une atmosphère favorable à une conversion des rentes. Le retour à l'équilibre budgétaire marque la volonté de rétablir le crédit public. L'attitude du gouvernement permet la confiance. L'interdiction d'émettre sur la place de Londres pour comptes étrangers a créé une pléthore de capitaux. La cessation de tout emprunt du gouvernement dans les mois qui précédèrent la conversion laisse à la Trésorerie toutes ses capacités d'emprunt. Pendant toute la période préparatoire l'Etat n'a pas fait appel à l'épargne, sauf de petits emprunts effectués à titre d'essai et portant sur un faible montant. Le bon marché des capitaux à court terme facilite les opérations de conversion et permet au trésor de se constituer des réserves pour faire face aux remboursements éventuels. Enfin la création d'un fonds d'égalisation des changes, la stabilisation de la livre et le maintien des prix à leur niveau antérieur contribuent à créer un état d'esprit favorable. La volonté de maintenir le pouvoir d'achat intérieur de la livre rassure les épargnants et leur permet de renouveler leur confiance dans l'avenir des finances de l'Etat. Le patriotisme des rentiers fit le reste.

(1) Voir le statist du 2 juillet 1932.

Déjà en 1924 M. Snowden qui, à cette époque, était Chancelier de l'échiquier, avait procédé à un essai de conversion d'une importance, il est vrai, relativement insignifiante. Dès le printemps 1931 les financiers s'attendaient à voir se préciser la campagne de conversion, mais elle fut ajournée en raison des difficultés financières. A la fin de la même année, M. Snowden déclara que le plan de conversion du War Loan 5 % était prêt et qu'il serait réalisé dès que les conditions le permettraient. Il dut être ajourné jusqu'en juin 32, date à laquelle M. Neville Chamberlain qui avait succédé à M. Snowden jugea les circonstances favorables.

Il s'agissait de convertir le War Loan 5 %. De tous les emprunts c'était le plus important et l'un des plus onéreux. Emis le 11 janvier 1917, il pouvait être remboursé de 1939 à 1945. D'un montant de 1.920 millions émis à 95 % et jouissant de plus de certains privilèges fiscaux, il était extrêmement onéreux pour le Trésor. A lui seul il absorbait en effet 30 % des annuités consacrées au service de la dette, soit près du huitième du total des dépenses budgétaires. Aussi sa conversion en titres rapportant 3,5 % était-elle des plus avantageuse pour le Trésor.

Afin de s'assurer des bonnes dispositions du public, la Trésorerie effectua deux petites opérations d'emprunt. Le 16 mars 1932, le gouvernement remplaça le 4 % *Treasury Bonds* venant à échéance le 15 avril contre un emprunt de 4,5 % *conversion Loan*, ou 4 % *Consols*. C'est uniquement la transformation de titres à court terme de ceux à plus longue échéance. Ensuite l'émission d'obligations du Trésor 3 % (3 % *Treasury Bonds*, 1933-42) remboursables par tirages annuels.

De plus, il convient de signaler que la conversion envisagées n'est pas la première opération que le Trésor a entreprise vis-à-vis du War Loan. Il avait

déjà offert à deux reprises différentes la possibilité d'en échanger les titres contre d'autres. Une première fois simultanément avec l'émission de la première tranche du 4 % *conversion Loan*, au cours de 103 livres *conversion Loan* contre 100 livres *War Loan*. Une deuxième fois, en novembre 1930, il proposa aux propriétaires des *War Loan* de les échanger au pair contre des 5 % *conversion Loan*. Ces opérations furent couronnées de succès, mais elles eurent peu d'influence sur la situation financière. C'est ainsi que £ 148,41 millions de 5 % *War Loan* furent transformées en £ 152.86 millions de *conversion Loan* à 4,5 %, d'où une économie pour l'Etat de £ 0,55 millions et que £ 88,5 millions de *War Loan* furent échangés contre autant de *conversion Loan* à 5 %, ce qui ne diminua nullement le poids des annuités. Le terrain étant ainsi préparé, M. Neville Chamberlain se décida de procéder à la conversion du *War Loan* en titres à 3,5 %. Il y avait à cette époque un certain risque à offrir du 3,5 % car il était légèrement inférieur au pair, le taux moyen étant, ainsi que nous l'avons vu, de 3,75 %. M. Chamberlain a cru pouvoir tenter cette chance. L'expérience a montré qu'il avait vu juste et qu'il ne faisait que précéder de quelques mois le cours du marché. Ce taux modeste était d'ailleurs compensé par de petits avantages.

Les prêteurs faisant connaître avant le 31 juillet qu'ils acceptaient la conversion bénéficiaient d'une prime de 1 % sur la valeur nominale des titres. Le nouvel emprunt remboursable au pair, soit en une fois, soit par tranches à partir du 1^{er} décembre 1952 avait en outre le mérite aux yeux des porteurs d'être inconvertible pendant une durée de 20 ans. Par contre aucune date obligatoire de remboursement n'avait été fixée, ce qui constituait un risque pour les porteurs.

Par ailleurs l'income tax perçue sur les coupons du nouveau titre ne devait pas plus que pour l'ancien *War Loan* 5 % être déduite à la source dans le cas de titres nominatifs. Les possesseurs de tels coupons devaient en faire mention dans leur déclaration de revenu. Afin de faciliter les opérations on supposait implicitement l'acceptation des rentiers, et au cas contraire une déclaration devait être établie avant le 30 septembre ; c'est en somme la même méthode que Goschen avait employé avec succès en 1888.

L'accueil réservé à la conversion fut des plus favorables. Peu après l'annonce de la conversion, on constata une hausse générale des cours, la promesse du niveau 3,5 % se vendait à 99 dès la première semaine de juillet. Toutefois lorsque l'introduction des valeurs coloniales en Bourse a été de nouveau permise, des fluctuations se sont produites car certains capitalistes y ont recherché un surcroît de revenus.

La diversité des possesseurs du *War Loan* pouvait laisser quelques doutes sur le succès de l'opération, mais dans l'immense majorité elle fut acceptée. Le *War Loan* était réparti en trois catégories de créanciers.

En premier lieu les étrangers, dont on estimait qu'ils détenaient pour environ 200 millions de titres ; en second lieu les banques et les entreprises financières qui en détenaient une part importante ; enfin les petits détenteurs.

Ces deux dernières catégories n'inquiétaient guère le trésor. Au moment où tous les établissements bancaires souffraient de l'abondance des disponibilités et recherchaient des placements même peu rémunérateurs, il y avait très peu de chances pour qu'ils réclament le remboursement de leur créance. Ajoutons qu'un tiers du *War Loan* était détenu par les caisses

publiques, qu'un autre tiers était aux mains des compagnies d'assurances ou autres collectivités naturellement incitées à suivre les directives du Gouvernement. La position des créanciers étrangers était plus incertaine et les sorties d'or qu'une demande de remboursement massif aurait provoquées, n'étaient pas sans préoccuper la trésorerie soucieuse de maintenir la stabilité de la devise. Ces craintes ne furent pas confirmées et 92 % du *War Loan* ont pu être convertis en 3,5 %.

Sur les 165 millions qui ont dû être remboursés, plus du tiers (60 à 70 millions) appartenait à des sociétés ou à des organismes obligés par leurs statuts à demander le remboursement. Ainsi, sur £ 2.085 millions, valeur approximative qu'atteignirent au 30 juin les titres du *War Loan* en circulation, la conversion s'applique à un montant de £ 1.920 millions et seulement £ 165 millions, soit 8 % ont dû être remboursés. C'est à peu près la même proportion que celle qui était résultée de la fameuse conversion Goschen et qui reste considérée comme un exemple de bonne conversion. Le succès obtenu est d'autant plus grand que les cours ont continué à hausser témoignant ainsi que les titres nouveaux offraient à leurs porteurs une rémunération légitime et correspondaient bien à une amélioration définitive du crédit de l'Etat. A cet égard le parallèle qui pourrait être établi entre la conversion anglaise et la conversion française de septembre 1932 est loin d'être à l'avantage de nos finances. Alors que la conversion anglaise s'est effectuée sur plusieurs semaines, le Gouvernement Français a précipité les opérations. Il convoqua les Chambres le 17 septembre, le 18 la loi fut votée et les détenteurs de fonds n'eurent que six jours pour demander leur remboursement. Portant sur un montant de 85 milliards, elle n'a eu

que 4.520 millions de remboursements à effectuer, soit 5 %, encore faut-il signaler que le public avait souscrit pour 2.935 millions de titres nouveaux, la Trésorerie n'a eu en définitive que 1.585 millions à déboursier, c'était donc un succès ; mais à la vérité il fut plus théorique que réel, car peu de temps après la conversion, le cours des rentes baissait très nettement au-dessous du pair, ce qui montre bien que le nouvel intérêt offert ne correspondait pas à la situation réelle du crédit public. Alors que la conversion française n'a pas amélioré la situation des finances publiques ni entraîné une baisse du long terme, la conversion anglaise, au contraire, a eu une répercussion immense et ses effets débordent largement le cadre de la dette publique.

b) LES EFFETS DE LA CONVERSION

Le succès de la conversion du *War Loan* indépendamment du facteur moral que fut le retour de la confiance, eut sur les finances publiques un effet matériel de première importance.

Il permit un allègement immédiat des charges du budget.

Il facilita à plus longue échéance une baisse définitive de l'intérêt des capitaux sur le marché financier.

Allègement des charges.

La diminution des annuités consacrées à la dette publique est le facteur essentiel de l'équilibre budgétaire. Pour comprendre l'importance de l'aide ainsi apportée au budget il suffit d'indiquer que la charge annuelle de la dette qui était en 1929-1930, de 355 millions, n'est plus aujourd'hui que de 224 millions. Certes l'allègement de plus de 131 millions que fait appa-

raître la comparaison de ces deux chiffres n'est pas dû uniquement à la conversion. Il provient en partie d'une réduction des sommes consacrées à l'amortissement, mais il n'en reste pas moins que la réduction des annuités provient surtout de la diminution des intérêts, consécutive aux conversions et de l'extrême bon marché de la dette flottante. Une étude détaillée de l'évolution de la dette, permettra d'en saisir toute l'importance.

		ESTIMATION		Tableau total
		Intérêt	Amortiss ^t	de la dette en charge
Années				
	1928-1929	—	—	355
Avril	1931-1932	303	52	355
Septembre	1931-1932	289,5	32,5	322
	1932-1933	276	32,5	308,5
	1933-1934	224	—	224
	1934-1935	224	—	224

M. Churchill avait fixé en 1928 la charge de la dette publique à un montant fixe de 355 millions comprenant à la fois la charge en intérêts et l'amortissement. C'est encore cette somme qui est prévue pour le budget de 1931-1932. La seconde estimation faite en septembre la ramène à 322 millions. Cette réduction est due principalement au fait que le montant prévu pour le fonds d'amortissement et le deuxième paiement semestriel des intérêts afférents à la dette américaine ont été exclus. Elle est également due au fait que des autorisations d'emprunts ont été données en vue du rachat des *Victory Bonds* remis en paiement des droits de succession. En 1932-1933 le chancelier de l'échiquier n'avait prévu que £ 308,5 millions pour le service de la dette y compris 32,5 d'amortissement.

Deux événements touchant, l'un au crédit, l'autre au débit, vinrent bouleverser ces calculs. Ce fut en premier lieu la hausse des effets de la conversion et des bonnes valeurs qui a réduit de près de moitié le montant du versement légal pour le fonds d'amortissement. Ensuite le coût de l'intérêt fut réduit par la conversion. Aussi dès le début de décembre 1932 on pouvait prévoir que de ces deux chefs l'économie réalisée dépassait 26 millions qui pourraient être affectés à l'amortissement de la dette (1).

Finalement les charges de la dette se répartissent comme suit :

Intérêts et administration	262,250
Fonds d'amortissement	17,250
Total	279.500

Avec les U. S. A., 308.500 (discours du 25 avril 1933).

La somme de 308.500 n'en représente pas complètement le total. Il faut y ajouter le service de la dette de l'Irlande septentrionale et quelques petites charges qui en portent le total à 318,8 millions.

L'économie réalisée par la conversion ne se fait toutefois pleinement sentir qu'à partir de 1933. Normalement elle aurait dû être de 30 millions, mais il faut déduire les frais de la conversion (2), et surtout la perte

(1) Résultats effectifs des dernières années :

Années	Total nominal à la fin de l'année financière	Intérêt	Amortissement	Total
1913-14	649,6	19,3	5,2	24,5
30-31	7.413,3	293,2	66,5	360
31-32	7.433,9	239,5	32,5	322
32-33	7.645	262,3	17,2	279,5
33-34	7.822,3	216,2	7,7	223,9

(2) La Commission des Banques est de : s. 5 %, soit 0,25 %.

d'impôt qui en résulte pour le Trésor, car les intérêts du fonds en question étaient soumis à l'income tax. Pour couvrir les dépenses de l'emprunt de conversion et payer la prime de comptant (cash bonus), la Trésorerie a dû emprunter £ 23.175 millions qui viennent en diminution du bénéfice retiré de la conversion. Ce n'est donc qu'à partir du budget de 1933 que la diminution des annuités de la dette apporte un soulagement sensible au budget. Désormais et pendant les années qui vont suivre, la charge prévue au budget ne sera plus que de £ 224 millions. Aussi dans son discours du 25 avril 1933, M. Chamberlain pouvait-il se féliciter à juste titre de la politique financière du Gouvernement. « L'économie réalisée sur les intérêts s'élève à près de 52 millions, soit une diminution de 20 % environ. Bien qu'elle tienne évidemment en partie aux conditions anormales actuelles du bon marché de l'argent à court terme qu'on ne peut en l'état des choses espérer voir se prolonger indéfiniment, on peut dire avec quelque certitude qu'elle représente un gain permanent qui provient de la conversion de l'emprunt de guerre et des opérations qui suivirent cette grande conversion ».

La conversion du War Loan fut le signal d'une série d'autres opérations dont l'effet fut de réduire encore le fardeau de la dette. C'est ainsi qu'en 1932 le marché financier servit presque exclusivement à alimenter les emprunts d'Etat.

par £ 100 converties du 1^{er} au 31 juillet et de s. 2 d. 6 soit 0,125 % pour £ 100 converties du 1^{er} août au 30 septembre.

Dépenses totales :

Cash bonus	£ 19	millions
Commissions	£ 4	—
Personnel supplémentaire, publicité, frais de poste	£ 0,6	—
Total	£ 23,6	—

Ainsi qu'il ressort du tableau suivant la Trésorerie a effectué au cours de l'année les opérations suivantes :

En mars conversion 4,5 % <i>Treasury bonds</i> en 4,5 % <i>conver. Loan</i>	116.467.382
En juillet conversion 3.5 % <i>War Loan</i> en remplacement 5 % <i>War Loan</i> ..	1.920.000.000
En octobre conversion 2 % <i>T. Bonds</i> au pair pour rachat 140.315.000	
4,5 % <i>T. Bonds</i>	150.000.000
En novembre conversion 3 % <i>conv. Loan</i> à 97,5 sans destination particulière	292.500.000
Total.....	2.478.967.382

L'importance de ces emprunts a bouleversé les parts respectives des divers emprunteurs sur le marché de Londres. Alors qu'en 1929 les émissions gouvernementales ne représentent que 32 % des émissions du Royaume-Uni et 25 % du total général des émissions, en 1933, ces pourcentages s'élèvent respectivement à 60 et 70 %. De telles manipulations n'ont été possibles que grâce aux mesures de restriction prises par le gouvernement. La Trésorerie a utilisé au maximum les dispositions favorables du moment, et après la réalisation de ces opérations il ne reste plus de dettes considérables susceptibles d'être converties avant l'échéance du 4,5 « *conversion Loan* » qui s'élève à 375 millions et dont le montant n'est remboursable qu'à partir de 1940. A la fin de l'année environ 36 % de la dette intérieure a été l'objet de manipulations et le taux d'intérêt s'est abaissé en moyenne de 5 % à 3,25 %. Le tableau suivant donne une idée de l'activité de la Trésorerie en 1932 et dans les années suivantes :

CAPITAL EMIS

Emissions Gouvernementales du Royaume-Uni

Renouvelé ou converti			Emis pour « Cash » ou conversion			
Redeemed			1932	Fully Paid		
	4½ T. Bonds 1934.	14.1	Mar.		4% Consolidated Loan	68.8
Feb. 33	4½ T. Bonds 30.2	68.3	»		4½ Conversion Loan 4	42.7
	» » »	42.7	Apr.	Aug. 32	3% T Bonds 33.42	107.5
Ap. 32	4½ T. Bonds 30.2	4.9	June		3½ War loan	1920.8
Aug. 32	4% T. Bonds 31.3	64.6	Oct.		2% T. Bonds 35.8	73.2
	5% War Loan 29.47	1920.8	Oct.	Déc. 32	2% T. Bonds 35.8	76.8
Dec. 32	5% War loan 29.47	163.8	Nov.	Feb. 33	3% Convers. loan 40-53	294.3
» »	4½ War loan 25.45	12.8				
» »	4½ T. Bonds 32.4	66.6	1933		Total.....	2583.6
	4½ T. Bonds 33.5	73.2	Mar.	Ap. 33	2½ Conversion loan 44	21.1
	5% T. Bonds 33.5	114.6	Ap.	Mar.	» » »	19.4
	3 T. Bonds 33.42	11.	Mai	June	» » »	11.1
	Total.....	2557.3	July		2½ T. Bonds 37	23.9
	5½ 20 years Bonds 37	23.9	Sept.		2½ Conversion loan 44.	40.4
			Sept.	Déc. 33	2½ Convers loan 44-9	102.
Ap. 34	4½ T. Bonds 34	40.4			Total.....	218.
	3% T. Bonds 33.42	11.0	1934			
	Total.....	75.3	Ap.	July 34	3% Fund. loan 59.69.	149.3
Ap. 34	4% T. Bonds 34.6	105.0			Total.....	149.3
feb. »	4% T. Bonds 34	10.4	1935		1% T. Bonds 39.41	98.0
Ap. 35	3% T. Bonds 33.42	44.0	Dec.	Mar. 36	2½ Fund. loan 56.61	193.0
	Total.....	159.4	»	Apr. 36		
Ap. 36	3% T. Bonds 33.42	44.0			Total.....	221.0
March	2% T. Bonds 35.8	150.0				
		194.				

Il montre qu'à la multiplicité des emprunts et des conversions en 1932 succède en 1933 et dans les années postérieures un calme relatif, toutefois il indique également que pendant toute cette période le gouvernement n'a négligé aucune occasion de réaliser des profits, même minimes. Bien que se poursuivant sur un rythme ralenti le gouvernement a procédé en 1933 à la consolidation de sa dette à court terme. De mars à mai 1933 le Trésor a émis le 2,5 conversion Loan 1944-1949 au moyen d'enchères hebdomadaires, et en septembre des titres de la même catégorie ont été émis au cours de 94 pour un montant de £ 150 millions. Une partie de ces recettes a été employée ainsi que le montre le tableau à la conversion des *Treasury Bonds* 4,5 % et le reste a servi à consolider la dette flottante.

La conversion de £ 40,4 millions de *Treasury Bonds* 4,5 % et de £ 23,9 millions « *United Kingdom dollar bonds* » 5,5 % respectivement en *conversion Loan* et *conversion Bonds* à 2,5 % a permis d'économiser pour le second semestre de 1933 £ 615.000 d'intérêt. Pour une année entière l'économie se chiffrera à 1.300.000. En avril 1934 le chancelier de l'échiquier rembourse £ 105 millions de *Treasury Bonds* 4 % et 11 millions de *Treasury Bonds* 3 % 1932-1942. Pour faire face à ces échéances et aussi pour se procurer une petite marge en vue de la réduction de la dette flottante, il s'est procuré £ 150 millions par un emprunt « *funding Loan* » 1959-1969 à 3 %. En 1934-1935 les interventions de la Trésorerie sur le marché sont un peu plus importantes qu'en 1933 mais elles ne sont pas comparables à celles de 1932. Le tableau ci-dessus permet d'en apprécier l'importance. Pendant toute cette période le crédit de l'état est resté à un niveau très élevé, ce fait est encore à l'avantage de la Trésorerie

qui a su se réserver malgré l'importance et la fréquence de ses appels à l'épargne, d'excellentes conditions d'emprunt.

Conséquences.

Le résultat ne s'est pas fait attendre, et la hausse des cours des fonds d'Etat coïncide avec une série de budgets en équilibre. Rappelons que le budget de 1931-1932 se solde par un excédent de £ 1 million 5. En 1932-1933 le déficit est de £ 32.278.999 mais en réalité la situation du budget est excédentaire, elle est en effet la suivante :

Fonds d'amortissement	£ 17.250 millions	
Intérêts payés aux certificats d'épargne	£ 2.656	—
Paiement aux Etats-Unis	£ 28,9	—

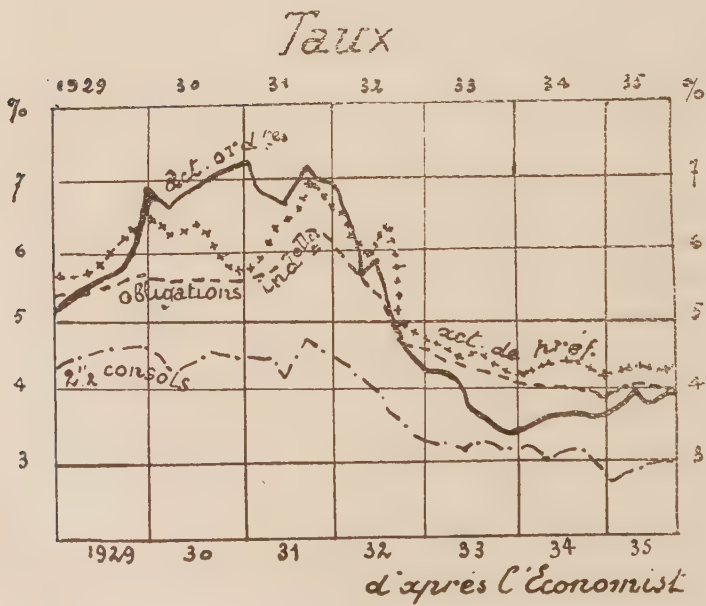
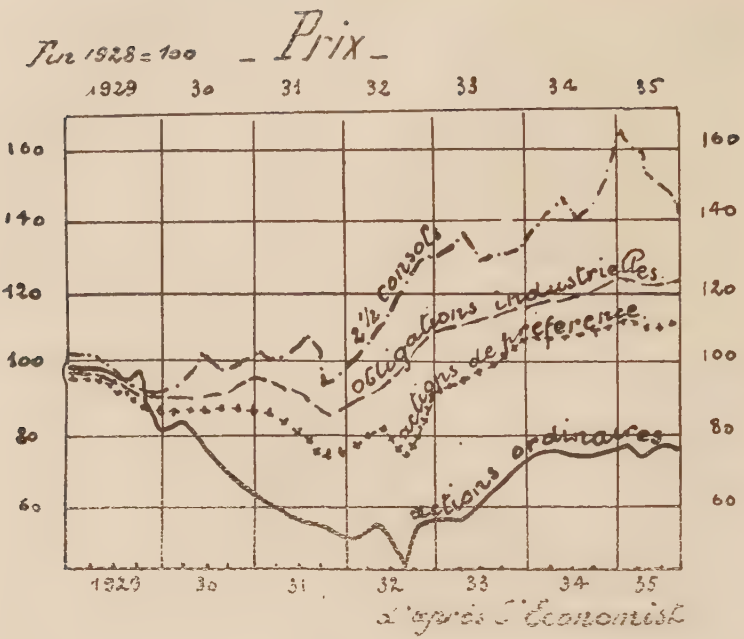
Donc, si on ne fait pas entrer en ligne de compte la dette de l'Amérique c'est en réalité par un excédent de 11.250 millions de livres que se solde le budget de 1932-33. Cette année n'a d'ailleurs bénéficié que peu de la conversion. En 1933-34, excédent de 31.148 millions de livres. En 1934-35, excédent de 7.562, millions de livres. En 1935-36, excédent de 3 millions de livres, et ceci malgré les dépenses d'armement. La situation pour le budget de 1936-37 semble devoir être différente et marquer un tournant dans l'évolution financière de la Grande-Bretagne. Les budgets depuis 1932 n'ont jamais cessé de s'élever et sans la réduction massive des charges de la dette et la stabilité du pouvoir d'achat intérieur de la livre, ils n'auraient pu être équilibrés. Mais pour 1936-37, il semble devoir s'élever au voisinage du chiffre atteint en 1931, avant les compressions. Les dépenses d'armement en sont la cause, aussi malgré un accroissement de recet-

tes de £ 24 millions prévoit-on pour cette année un déficit de l'ordre de £ 21 millions. Les 24 millions supplémentaires seront obtenus par un relèvement de s. 4, d. 6 à s. 4, d. 9 de l'Income tax, et, par une taxe sur le thé.

Quant à l'amortissement, aucune prévision n'a été faite pendant cette période, mais la coutume étant de surévaluer quelque peu les charges d'intérêt, il a pu se poursuivre sur un rythme réduit. Les excédents budgétaires ont de plus été très sagement affectés à la diminution du capital nominal de la dette. En 1931-32 alors que £ 32,5 millions avaient été fixés pour l'amortissement, le Chancelier de l'échiquier, avec quelques menues recettes qui portent la total à £ 33,688 millions a été assez heureux, en rachetant au-dessous du pair, d'amortir la dette pour un montant nominal de £ 39,720 millions. En 1932-33 la dette est réduite de £ 14,6 millions. Ainsi en 1934, les dépenses de la dette inscrites pour £ 224 millions ne se sont élevées en réalité qu'à £ 213 millions, plus £ 3,3 millions versés aux Etats-Unis ; on a donc pu verser à l'amortissement plus de £ 7 millions et l'excédent véritable s'éleva à 39 millions. Toutefois, malgré ces amortissements, la dette publique continue à croître, elle passe de £ 7.413,3 millions en 1930-31, à £ 7.822,3 en 1934, cet accroissement est dû, d'une part à la consolidation de la dette flottante, et d'autre part à la création du fonds d'égali-sation des changes. A titre d'exemple, signalons qu'en 1933 l'augmentation apparente de 178,5 millions se transforme après examen, en une diminution de 21,5 millions du poids mort de la dette. Si l'on rapproche ces deux chiffres, ils correspondent très exactement aux 200 millions fournis par l'échiquier au fonds d'égali-sation des changes. L'augmentation de la dette publi-

que est donc beaucoup moins importante que ne le laisserait croire les chiffres publiés. Quoi qu'il en soit, nous constatons que toute la période qui va de l'arrivée au pouvoir du gouvernement national jusqu'à maintenant se caractérise par une succession de budgets en équilibre et que cette heureuse situation est due en grande partie à la baisse de l'intérêt. La situation florissante des finances publiques permet, en outre, quelques dégrèvements. Le taux de l'incometaux qui avait été porté à s. 5 est ramené dès 1934 à s. 4 d. 6. Enfin en 1935 les réductions de traitements sont supprimées. La conversion du War Loan eut d'ailleurs d'autres effets, elle entraîna dans la baisse tout le marché financier. La hausse des fonds publics et la baisse de l'intérêt apparaissent en effet une des caractéristiques de la période actuelle. A cet égard les courbes ci-après permettent d'obtenir une vue rapide des changements survenus sur le marché financier :

La coupure est très nette. La conversion du War loan a été le point de départ d'une ère nouvelle. La courbe de l'intérêt baisse d'une façon continue dans le même temps que les valeurs d'Etat acusent une hausse constante. La courbe de l'intérêt mesure également le soulagement que le budget a ressenti d'une diminution du loyer de l'argent. Les fonds d'Etat tiennent la tête de la hausse. Leur indice qui en 1932 était de 109,4 passe l'année suivante à 119,7. En mai 1933, il est à 122,7. Ceci est très important, car après la reprise industrielle qui eut lieu en 1933, on a noté une prédilection des capitalistes pour les valeurs à revenus variables. Le fait que pendant cette même période les rentes anglaises ont continué à hausser témoigne nettement de l'amélioration du crédit de l'Etat et montre que leur appréciation n'était pas le résultat



de l'inactivité sur les valeurs industrielles. M. Neville Chamberlain, dans son discours du 17 avril 1934, signalait cet état de choses en ces termes: « La situation des prêts à long terme s'est améliorée à un point dont je crois qu'on ne s'est pas encore rendu tout à fait compte. Combien de gens reconnaissent que des titres comme le vieux Consols 2 1/2 % sont à un taux plus élevé qu'avant guerre ». Les valeurs d'Etat sont plus appréciées aujourd'hui qu'en 1913. Le phénomène se traduit dans les taux moyens des émissions gouvernementales :

1913.....	4,77	1931.....	5,60
1920.....	6,05	1932.....	3,72
1928.....	5,09	1933.....	3,14
1929.....	5,07	1934.....	3,14
1930.....	5,43		

La moyenne des emprunts gouvernementaux n'est que de 3,14 en 1933 et 34, alors qu'en 1931 elle était de 5,60 et en 1913 de 4,77. En 1933, le taux baisse même jusqu'à 2,99, et il n'est encore que de 3,09 dans la première moitié 1934. Dans l'ensemble l'intérêt est donc inférieur de 1/2 à 3/4 pour cent de ce qu'il était avant guerre. Grâce à la conversion qui déclancha la baisse sur tout le marché financier, les nouveaux emprunts du gouvernement enregistrent un gain de 2 %. A titre d'exemple, le *Consols* 2 1/2 % qui, à la fin de 1929, était à 4,74, est aujourd'hui à 2,85 et le revenu moyen des emprunts du gouvernement descend de 3,67 % en fin décembre 1932 à 3,45 pour cent en fin décembre 1933. Le coût de la dette, intérêts et frais compris, tombe de £ 293,2 millions en 1930-31 à £ 216,2 millions en 1933-34.

Il est superflu d'insister maintenant sur l'avantage qu'a retiré l'Etat anglais d'une baisse de l'intérêt. La

diminution des arrérages de sa dette et comme conséquence l'équilibre de son budget en sont deux manifestations essentielles. Mais s'il s'avère en cette matière le principal bénéficiaire la conversion des rentes a eu des effets qui débordent largement le cadre des finances publiques. On ne saurait trop exagérer son importance. Les répercussions qu'elle a entraînées tant sur le crédit public que sur le crédit privé sont considérables. Après en avoir étudié les manifestations sur le budget de l'Etat, il importe d'examiner l'influence qu'elles ont eue sur les finances locales.

IV. — La baisse de l'intérêt et les collectivités publiques

La baisse de l'intérêt pour avoir profité essentiellement aux valeurs d'Etat n'en a pas moins eu des répercussions heureuses sur les autres autorités publiques. Dominions et collectivités locales ont pu alléger le fardeau de leurs dettes. Celles-ci avaient connu particulièrement depuis la guerre un essor rapide. La charge de leurs intérêts s'en était trouvée accrue dans une proportion notable et arrivait à la veille de la crise à absorber une partie importante des recettes budgétaires. Ici encore, la conversion du War Loan et la baisse générale de l'intérêt qui s'ensuivit, permit d'améliorer la situation des nombreuses collectivités. Afin de faciliter la conversion du War Loan, le Gouvernement avait pris les mesures pour réserver aux emprunts de l'Etat la totalité du marché financier, aussi pendant la période qui précéda la grande conversion des rentes et dans les mois qui l'ont immédiatement suivie, les interventions des Dominions et des collectivités locales sur la place de Londres furent-elles relativement

peu nombreuses, et ce n'est qu'au bout d'un certain temps qu'elles ont pu reprendre quelque importance.

*
**

Les Dominions

Les Dominions ont pu en moyenne, de 1931 à 1934, emprunter sur le marché £ 21 millions par an et réaliser des conversions avantageuses. L'Australie, la Nouvelle-Zélande, l'Afrique du Sud, et le Canada en ont largement profité. Le Gouvernement australien a pu placer deux emprunts de conversion : l'un de £ 21.636.000, l'autre de 14.455.782 livres, et le Gouvernement d'Afrique du Sud a converti pour 11 millions de livres de titres. Le Canada et la Rhodésie du Sud ont également converti chacun pour un montant de £ 2,7 millions. Tout l'Empire a donc bénéficié de l'amélioration du crédit en Angleterre. Une partie des anciennes dettes a été convertie et les nouvelles émissions ont été effectuées dans de bien meilleures conditions. Le tableau ci-dessous donne une idée des émissions faites pour le remboursement et la conversion d'emprunts dans l'Empire.

	Emissions Nouvelles	Rembours. ou conv.	%	%
1932	28,8	24,4	5,8	4,3
1933	33,1	129,7	5,5	3,8
1934	34,0	68,9	4,2	3,4
1935	17,1	62,2	4,8	3,1
1935. — II	2,6	8,0	5,0	3,1
1935. — III	6,1	23,5	4,4	3,0
1935. — IV	4,8	6,6	5,6	3,1
1936. — I	3,0	20,9	5,0	3,2
1936. — II	9,0	20,6	4,6	2,9

Il montre également la différence de taux entre les anciens titres et les nouveaux, les gains allant de 0,80 % à 2,5 %, l'allègement est donc des plus sensibles. De même la baisse des taux de 1932 à 1936 est significative, le taux des nouveaux emprunts tombe en effet de 4,3 en 1932 à 2,9 pendant le deuxième trimestre de 1936. Enfin la comparaison des deux premières colonnes met en évidence l'importance respective des emprunts nouveaux et des conversions. Les premières étant de beaucoup inférieures aux secondes. Il n'est pas inutile d'examiner la part respective prise dans ces émissions par les différents emprunteurs. De loin, les emprunts gouvernementaux tiennent la tête. De 1932 à 1935 ils ont remplacé ou converti pour £ 286,2 millions (dominions 198,7, gouvernements coloniaux 87,5) alors que pendant la même période les collectivités locales et les industries de l'Empire n'émettaient respectivement que pour £ 2,2 et £ 2,6 millions, ici encore les fonds publics se révèlent les principaux bénéficiaires.

*
**

Les collectivités locales.

La faveur dont jouissent les fonds d'Etat ne pouvait manquer de rejaillir sur ceux des collectivités locales et améliorer ainsi la situation budgétaire des communes. Les budgets locaux en avaient grand besoin, car l'accroissement de leurs dépenses avait été très rapide et les charges de la dette étaient devenues très lourdes. Alors que de 1884 à 1930-31 la population de l'Angleterre s'accroît de 50 %, la valeur des biens imposables des collectivités locales double et le montant des dépenses décuple. Les budgets locaux s'élèvent, en effet, de 54,5 millions en 1884 à 543,6 mil-

lions en 1931. Cette augmentation rapide s'explique par le progrès des idées démocratiques, le fardeau des lois sociales, la dépendance des autorités locales à l'égard de leurs électeurs, enfin par le mode de subvention de l'Etat. Quoi qu'il en soit il y a là une disproportion que l'accroissement des impôts (ils ont sextuplé) et des subventions de l'Etat n'a pas réussi à faire disparaître et la charge réelle, compte tenu de l'augmentation de valeur des biens imposables, a triplé. La dette a connu une évolution sensiblement analogue. De 1884 à 1903 elle s'élève, ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessous, de £ 173.207.968 à £ 1.224.703.269, et le total de la charge encourue par les collectivités pour les services des emprunts en cours, y compris l'amortissement, s'élève, en 1930, à £ 85,5 millions par an.

Année	Dettes	Dettes nettes
84-85	173.207.968	171.170.327
14-15	570.000.000	533.250.776
29-30	1.224.703.269	1.157.879.087

Il serait d'ailleurs faux de penser que les impôts locaux font face à de telles dépenses. 36 % du montant de la dette sont affectés à des entreprises commerciales et la charge des emprunts ne retombe qu'en partie sur les contribuables ⁽¹⁾. Les collectivités locales ont appliqué le principe de la productivité de la dette. Finalement la part nette que supportent les recettes normales du budget est de 300 millions de

(1) £ 400.000 d'emprunt pour le logement ne retombent que partiellement sur le contribuable. Une part importante de la dette est due à la politique du logement. Dès 1919 les communes ont entrepris la construction de nombreuses maisons, ceci résulte du housing and Town Planning Act de 1919, puis des autres Housing Act conclus en 23, 26, 28 et plus récemment en 1930.

livres en capital, soit une charge annuelle de 27 millions. La dette locale est donc une des principales sources de dépenses, et sa conversion serait de ce fait des plus profitables à l'équilibre budgétaire, mais la conversion semble rencontrer ici plus de difficultés que pour les finances de l'Etat et seule une part relativement faible des emprunts hypothécaires s'y prête aisément en raison d'une clause particulière de contrat d'émission.

Aussi les collectivités n'ont-elles converti qu'un montant relativement peu important.

32	33	34	35
2,7	0,5	5,1	14,9

De 1932 à 1935, le total des conversions est de 22,2 millions de livres, pendant la même période le montant des émissions nouvelles s'élève à £ 61,2 millions, le total des emprunts atteignant £ 83,4 millions. Bien que ce chiffre ne soit pas très élevé, il est loin d'être négligeable. Plusieurs villes, dont Manchester, Cardiff, Birkenhead, Leeds, Liverpool ont pu contracter à un taux effectif qui dépasse à peine 3 % des emprunts pour un total d'environ 15 millions. Signalons également que le taux des emprunts des municipalités se réduit de plus en plus et se rapproche de celui des émissions d'Etat. L'évolution est la suivante :

1932	4,75
1933	3,60
1934	3,29

Les avantages qu'en retirent les localités sont donc de plus en plus importants. Ils auraient pu l'être davantage si le « *Public Works Loan Board* », dont le rôle est précisément de fournir aux collectivités locales

un crédit peu coûteux avait consenti à adapter le taux de ces anciens prêts aux conditions nouvelles du marché. Mais il a exigé l'accomplissement intégral des engagements antérieurs et ce n'est que pour les nouveaux emprunts que les communes bénéficieront de la baisse de l'intérêt.

LA BAISSÉ DE L'INTERET ET L'ECONOMIE NATIONALE

I. — Situation de l'industrie et du commerce britannique

ASPECT DE LA QUESTION

Depuis trois ans l'industrie et le commerce connaissent un renouveau qui s'affirme chaque jour davantage. La concordance de ce redressement avec une période d'argent facile et à bon marché ne laisse pas de retenir l'attention. Le problème est d'une grande importance ; aussi convient-il, avant de se prononcer, d'en examiner soigneusement toutes les données. En 1931 la situation de l'économie anglaise n'était guère satisfaisante. Le chômage était à son maximum et aucun symptôme d'amélioration ne se faisait réellement sentir. Trois causes essentielles s'opposaient à tout essor industriel et commercial .

- 1° la persistance de la crise économique ;
- 2° le maintien d'une monnaie surévaluée ;
- 3° l'existence d'un prix de revient trop élevé.

1° *La crise économique.*

Depuis longtemps l'évolution industrielle ne semble pas favoriser l'Angleterre, ses grosses industries qui lui avaient amené la suprématie industrielle au siècle dernier connaissent un malaise profond. De plus en

plus le charbon cède la place au pétrole ou à son dérivé, le mazout, et les charbonnages anglais n'alimentent plus aujourd'hui qu'un marché restreint. L'exportation des produits manufacturés baisse sans cesse. Après avoir exporté des produits finis, puis des machines, elle exporte aujourd'hui ses capitaux, mais il est douteux qu'elle retire de tels placements des bénéfices aussi considérables que ceux que lui assurait la vente de ses produits. La Grande-Bretagne, plus que toute autre nation, devait souffrir de la crise économique. Pays essentiellement commerçant, la restriction des échanges porte un coup fatal à son industrie d'exportation. Le ralentissement des transactions internationales nuit beaucoup à son commerce bancaire. Le marché des acceptations, autrefois si florissant, est maintenant réduit à très peu de chose. L'escompte du papier commercial se fait de plus en plus rare. Les barrières douanières, l'instabilité des monnaies, les restrictions de change s'opposent à l'exportation de ses productions. L'établissement de contingents réduit ses ventes à l'étranger à des proportions minimales. La dévaluation des monnaies interdit les vues d'avenir et empêche la conclusion des contrats. Le contrôle des changes suspend le règlement des dettes internationales. L'économie britannique, si sensible aux influences extérieures, ressent durement les effets d'un tel état de choses, elle y est d'autant plus exposée que son commerce et son industrie souffrent depuis la guerre du rétablissement de la livre à son ancienne parité.

2° Monnaie surévaluée.

Alors que la plupart des monnaies avaient connu une dévaluation parfois très forte, la livre était restée

attachée à l'or. Surévaluée par rapport aux autres devises elle est un facteur d'infériorité dans la concurrence internationale ; ce facteur est particulièrement préjudiciable au commerce britannique, étant donné qu'il ajoute ses effets à ceux de la baisse constante des prix mondiaux.

3° Existence d'un prix de revient trop élevé.

Si l'on ajoute que l'industriel anglais n'arrive à produire qu'à un prix de revient relativement élevé, on comprend la difficulté d'améliorer l'économie anglaise. Ayant à supporter des charges fixes importantes il lui est difficile de les atténuer dans le prix de vente de ses produits. L'élévation du prix de revient en Grande-Bretagne tient essentiellement à deux causes, d'une part le maintien en service d'un matériel démodé, alors que les autres peuples ont entièrement renouvelé leur équipement industriel ; d'autre part le standard de vie élevé des ouvriers anglais. Les Anglais se sont refusés à restreindre leur train de vie ; préférant, avant toutes choses, leur confort, ils ont continué à vivre dans l'illusion. De plus, restée libérale au milieu de tant de nations protectionnistes, la Grande-Bretagne a vu peu à peu son propre marché envahi par les marchandises étrangères. Aussi voit-on croître le chômage, diminuer l'activité commerciale et s'accumuler les capitaux inemployés. La préférence des capitalistes pour les valeurs à revenus fixes confirme encore cette opinion.

Deux ans après l'Angleterre connaît un essor économique qui, depuis n'a cessé de s'affirmer. La soudaineté de ce revirement ne le rend que plus intéressant à étudier. Peu à peu les symptômes de dépression disparaissent, le chômage diminue, la production augmente et

atteint pour certaines industries un niveau maximum; enfin les investissements reprennent. La simultanéité de cet essor avec un extrême bon marché de l'argent tend à établir entre ces deux phénomènes un rapport de cause à effet. L'importance des charges en capital dans l'industrie moderne rend cette opinion vraisemblable. Toutefois, pour important que soit l'avantage retiré d'une baisse de l'intérêt il ne saurait expliquer à lui seul l'amélioration de l'économie britannique. Le caractère même de la reprise ne manque pas d'attirer l'attention sur un ensemble de mesures dont l'influence ne saurait être négligée et qui, jusqu'alors donnent à la prospérité anglaise une physionomie toute particulière.

La reprise économique est essentiellement intérieure et se fait en vase clos. Or, depuis 1931, deux événements importants sont arrivés : l'abandon de l'étalon or, l'instauration d'un régime protectionniste. Tous deux sont de nature à influencer sur l'évolution de l'économie anglaise. La chute de la livre pour importante qu'elle soit n'a pas eu sur l'activité industrielle une influence décisive. Certes elle a placé les exportateurs sur un terrain plus favorable, mais outre que la plupart des nations ont dévalué leur monnaie, les entraves douanières en restreignent la portée. Toutefois, elle a eu sur le marché intérieur une heureuse répercussion, elle a arrêté la baisse continue des prix de gros, et de ce fait, rendu possible de nouveaux bénéfices. Elle a fait cesser la prime que les industries étrangères avaient à l'importation. Les prix de gros ont un caractère international, les prix de détail un caractère national. Ces derniers ont donc pu diminuer et se rapprocher des prix de gros. Si l'on prend comme base d'après les statistiques du « *Board of Trade* », l'indice 100 pour les prix de gros en 1924,

en août 1931, à la veille de la dépréciation de la livre, les prix de gros accusent une baisse de 35.1 % et le coût de la vie une baisse de 17 %. Or, l'indice général du *Board of Trade* indique une hausse des prix de gros du troisième trimestre 1931 au troisième trimestre 1934 de 59,7 % à 63,4 %, soit une majoration de 6,2 %.

Pendant le même laps de temps les prix de détail des produits alimentaires descendent de 75 à 73.5 %, ce qui représente une baisse de 1 et demi pour cent, tandis que le coût de la vie diminue de 83 à 81.5 soit 1,8 %, et que les salaires baissent de 2,33 %, l'indice tombant de 96 et demi à 94 un quart. La baisse des salaires réelle, estimée à 0,53 %, est un élément favorable à la reprise. Elle permet aux industriels une petite marge de bénéfices. Enfin ceux-ci menacés sur leur propre marché sont maintenant efficacement défendus.

La discordance entre les industries travaillant pour le marché intérieur qui semblent seules bénéficier de la reprise et les industries d'exportation qui sont toujours déprimées, montre que les mesures protectionnistes prises par le gouvernement sont à la base de l'essor économique actuel. En effet le marché anglais jouit maintenant d'une double protection : une protection directe qui résulte de l'établissement d'un tarif douanier élevé ainsi sans parler de l'industrie privilégiée, la plupart des produits manufacturés paient 20 % de droits, les articles de luxe de 25 à 30 % ; une protection indirecte due à la dévaluation de la livre et qui n'est pas inférieure à 40 %. Ce double protectionnisme économique et financier a des résultats décisifs. Alors que l'accroissement du chiffre d'affaires à l'intérieur du pays s'élève à 30 % entre 1932 et 1934, le montant de l'ex-

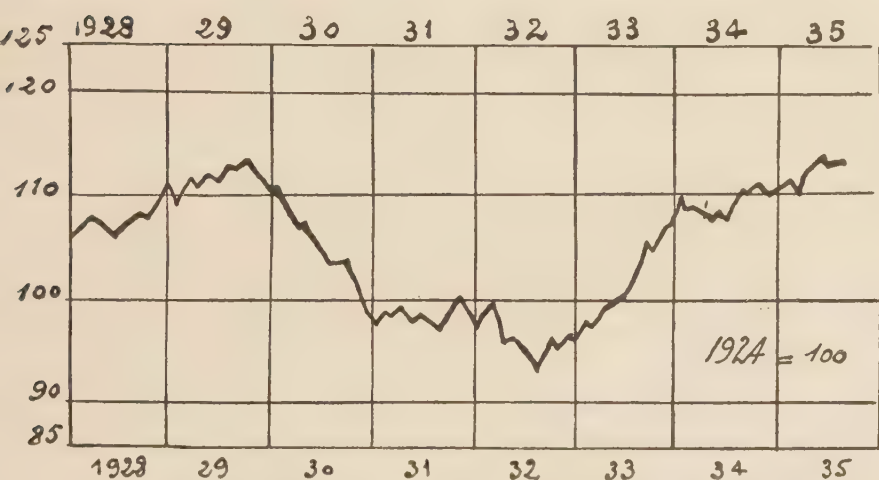
portation ne s'élève qu'à 16,9 %. De plus, si l'on compare les résultats de l'exportation du troisième trimestre de 1932 à celui de 1934, l'augmentation est alors réduite à 8 %. Quoi qu'il en soit, l'importance de ce relèvement n'est plus aujourd'hui discutée. Si l'on prend comme base l'année 1928 avec l'indice 100, la production industrielle qui était à son point le plus bas en juillet 1932 à 75,9, atteint en 1934 l'indice 102,4. The economist's index of business activity s'élève en 1935 de 109 1/2 en mars à 118 en décembre (1934=100). Depuis 1932, on assiste à une reprise de l'activité économique d'abord peu marquée mais qui, en 1933 et 1934, s'affirme de plus en plus. L'amélioration de la situation économique trouve son expression dans le montant du revenu national. D'après M. Clarks le revenu de l'année 1934 sera égal à celui de 1929, c'est-à-dire le plus haut depuis la guerre.

La prospérité est donc certaine, mais est-elle due uniquement à ces deux causes ? La chute de la livre et plus encore le protectionnisme y ont contribué, mais il est d'autres facteurs qui sont loin d'être négligeables. Il ne faut pas oublier qu'après l'aggravation de la fiscalité pour équilibrer le budget de 1931-32, les excédents ultérieurs ont permis une réduction du taux de l'impôt direct. Certes le soulagement ainsi apporté a été faible, mais il a eu un effet moral considérable. Il a contribué à créer les conditions psychologiques indispensables à toute amélioration économique. Il a rendu aux industriels l'espoir que leurs investissements leur seraient profitables dans un avenir proche. En un mot, il a contribué au rétablissement de la confiance. Or, pour certains économistes, ce serait là le facteur essentiel de la reprise. M. Goodenough croit que l'amélioration de la situation économique est due à un accroissement de la confiance. Pour lui,

il est dangereux d'essayer de ranimer l'industrie avec des mesures artificielles. Il dit notamment : « On ne peut pas dire qu'une politique de création abondante de crédit comme celle qui a été suivie en Grande-Bretagne depuis deux ans détermine nécessairement une augmentation de l'activité commerciale ou une hausse des prix. L'argent bon marché a peu d'influence à cet égard ; il faut, en outre, que la confiance encourage les chefs d'entreprise à se lancer dans de nouvelles affaires et rende possible une augmentation du pouvoir d'achat mondial grâce à des prêts à l'étranger ». Certes l'incertitude du lendemain, la crainte de ne pouvoir écouler la production nouvelle entravent les investissements et retardent la reprise industrielle. Mais il ne s'ensuit pas pour cela que l'aisance monétaire et la baisse de l'intérêt, qui en est la conséquence, n'ait aucune influence et M. Mac Kenna, président de la Midland bank, attribue au contraire à ce facteur une grande importance. Pour lui, la prospérité aurait été minime si elle n'avait pas été accompagnée d'un mouvement régulier d'expansion monétaire. Or, dans l'esprit de M. Mac Kenna la baisse de l'intérêt est liée à l'expansion monétaire. Entre ces deux conceptions divergentes, il est possible de se faire une opinion. La vérité est que tous ces facteurs ne s'excluent pas. Ils ont eu une influence heureuse sur l'industrie et le commerce anglais, le raffermissement de la confiance, l'impression de sécurité dont jouit actuellement le pays et tout l'Empire ont leur part d'influence au même titre que la baisse de l'intérêt, la nouvelle politique douanière, la conclusion de l'accord d'Ottawa et les autres accords commerciaux. L'influence d'un crédit abondant et très peu onéreux a aussi une influence indiscutable. Toute la difficulté du problème est d'apprécier la part

exacte qui revient à ce facteur dans l'essor actuel de l'économie anglaise. A cet égard il semble d'ailleurs qu'un certain antagonisme se révèle entre le commerce et l'industrie d'une part, pour qui le loyer infime des capitaux facilite la compression des prix de revient et les banques d'autre part qu'une baisse persistante et parfois excessive du taux de l'intérêt a mises à plusieurs reprises dans une situation délicate.

Importance de la reprise industrielle. — Avant d'étudier dans quelle mesure la diminution du taux de l'intérêt a pu agir sur la reprise industrielle, et afin d'en mieux apprécier la portée, il convient d'avoir un aperçu rapide de l'évolution du commerce et de



Index de l'activité économique en G^{de} B.

d'après le supplément comm. de l'Economist

l'industrie du Royaume-Uni. La courbe ci-dessus, prise dans l'*Economist*, et tracée en prenant l'indice 100 en 1924, met en lumière les diverses phases de l'activité économique anglaise.

La production qui en 1929 passait par un maximum (indice 113) subit une dépression profonde et continue de la fin de l'année 1929 au milieu de l'année 1932, où l'indice tombe à 93. Puis à partir d'août 1933, la courbe remonte de façon presque ininterrompue et arrive au milieu de 1935 au même niveau qu'en 1929. Cette impression de renouveau est encore confirmée par l'augmentation des profits nets. Sur 2116 compagnies l'accroissement des profits nets est de 16.6 % en 1934 par rapport à 1933, et de 15,9 % en 1935 par rapport à l'année précédente. Pour ces mêmes sociétés les bénéfices passent de 28 millions à 203,2 millions. L'activité industrielle en 1935 voit son index moyen en avance de 8 % sur celui de 1933 et de 14 % sur celui de 1932. Parallèlement le nombre des chômeurs diminue.

Evolution du chômage au Royaume-Uni (en milliers)

<i>Années</i>	<i>Janvier</i>	<i>Avril</i>	<i>Juillet</i>	<i>Août</i>
32	3.580	2.829	2.889	2.817
33	2.979	2.771	2.438	2.360
34	2.457	2.208	2.185	2.181
35	2.325	2.044	1.973	1.916

Mais dans l'ensemble il se produit de grandes inégalités. Les industries travaillant pour le marché national bénéficient plus de la reprise que celles produisant pour l'exportation et à l'intérieur des premières, certaines sont plus favorisées que d'autres. Le commerce extérieur marque une amélioration très faible.

(en millions de livres)

Board of trade journal 1931-35

	31	32	33	34
Importation .	861,3	701,7	175,0	732,3
Exportation. .	390,6	365,0	667,6	996,1
Réexportation	69,9	51,0	49,1	51,8
Total	1.315,8	1.117,7	1.082,1	1.174,7

Indice des valeurs du commerce d'exportation

5 premiers mois

	32	33	34	35
1928=100.	50,4	50,7	54,7	58,4

La progression est à peine sensible, toutefois la répartition des importations et exportations est bien différente. Le pourcentage des importations en provenance des pays britanniques s'élève de 28,8 à 35,5 % en 1932. Ensuite, il est, il est vrai, beaucoup plus faible 1,4 % en 1933, et 0,1 % en 1934. Les exportations vers ces mêmes pays considérées en valeur ont décru jusqu'en 1933 pour se relever très fortement en 1934 en pourcentage. Une hausse s'est poursuivie au profit des pays britanniques de 1931 à 1934. Le pourcentage s'élève, en effet, de 43,6 à 46,9. Au contraire, l'industrie et le commerce nationaux sont en plein essor. De 1932 à 1936, la production industrielle augmente de 28 %, de même l'agriculture réalise de sensibles progrès. Si l'on prend l'indice 100 en 1911-13 elle évolue de la façon suivante :

1931	120
1932	112
1933	107
1934	114

Parallèlement le nombre de faillites diminue alors qu'en 1934 il était de 6431, il n'est plus en 1935 que de 6.038. Toutefois certaines activités sont plus favorisées que d'autres, l'industrie du bâtiment fait un boom formidable et M. Keynes, dans un discours prononcée à l'Assemblée générale de la National Mutual Life Assurance, le 21 février 1935, y voit ainsi que dans le rééquipement électrique un des facteurs essentiels de la prospérité. Les entreprises de brasserie et de distillerie sont très prospères, et de ce fait, leurs émissions atteignent en 1933 5 millions ⁽¹⁾.

Les industries lourdes comme celles travaillant l'acier et la fonte donnent également des signes de renaissance. La production de la fonte et de l'acier a augmenté de 5 % du premier trimestre 1933 au premier trimestre de 1934, la production de fonte en 1934 a dépassé de près de 50 % celle de l'année précédente, tandis que la production de l'acier augmentait de plus de 25 %. Cette production en 1935 est pour l'acier de 11,2 % supérieure à celle de 1934, et atteint un nouveau record avec 9.842.400 tonnes. De même les demandes de coton furent supérieures de 40 % à celles de 1930. Une augmentation sensible des émissions dans l'imprimerie, les journaux, le tabac et les briques indique également une activité accrue. La courbe de l'activité dans l'industrie mécanique est orientée vers la hausse, et même à la fin de 1935 on peut noter une amélioration des constructions maritimes. De même les moteurs marquent une expansion en 1935. La prospérité de cette industrie se reflète dans l'expansion continue de l'industrie chimique.

(1) Ces industries ont d'ailleurs fait l'objet de dégrèvement d'impôts afin d'abaisser le prix de la bière et c'est peut-être là la cause de leur essor. Les bénéfices de la brasserie ne sont jamais descendus en dessous de 10,8 % et ont été jusqu'à 17,6 %.

Par ailleurs, le commerce de détail est en progression, il supporte aisément une augmentation des prix (1). Une amélioration de 7 % de son montant comparativement à 34 témoigne que le pouvoir d'achat de la population s'est accru. Dans le textile, la laine a une tendance à la hausse : elle atteint avec 96,8 le niveau de 1930.

Mais dans l'ensemble les industries de base, celles qui avaient fait la grandeur de l'Angleterre au xix^e siècle restent déprimées. Les charbonnages et l'industrie du coton sont stationnaires. Dans les mines, 25 % des hommes sont en chômage chronique, dans le coton 40 % des femmes sont sans travail. La construction maritime, malgré une légère amélioration, est encore loin d'avoir atteint son niveau de 1929.

Construction maritime

	Royaume Uni	Etranger	Pourcentage anglais du total
1929	1560	1530	50 1/2
1931	401	1003	28 1/2
1932	225	541	29
1933	322	427	44 1/2
1934	597	655	47 1/2
1935	743	800	48

(1) Commerce de détail : 1933 = 100.

Années	Nourriture	Autres marchandises	Total
1932	102	90	101
1933	100	100	100
1934	103	103	103
1935	111	103	109
Févr. 1936	116	88	102
Avril 1936	126	113	112

Le commerce de banque a été souvent en difficulté, les merchant bankers ont de moins en moins d'acceptations, la crise économique leur a porté un coup très dur. La baisse successive du court terme a mis les bill-brokers dans une situation pénible, en 1934 le montant des effets commerciaux est réduit à environ 40 % de son volume normal. Aussi pour importante que soit la reprise de l'activité en Grande-Bretagne, certaines industries, et non des moindres restent déprimées ou ne participent à l'essor que dans une faible mesure. Il importe maintenant d'étudier après cet examen sommaire de la situation des différentes entreprises, les effets que la baisse de l'intérêt a pu avoir sur l'économie du pays.

L'EXPANSION MONÉTAIRE EN TANT QUE FACTEUR DE LA REPRISE INDUSTRIELLE

L'existence d'un crédit abondant et à bon marché a toujours été un stimulant pour le commerce et l'industrie. L'aisance monétaire favorise la consommation et accroît la demande des produits. La baisse de l'intérêt diminue le prix de revient et augmente le bénéfice de l'entrepreneur ; de ces deux phénomènes l'économie britannique semble avoir profité.

I. — AISANCE MONÉTAIRE. — Quoique le processus soit parfois un peu obscur, il n'est pas douteux que l'abondance des signes monétaires entraîne une augmentation de la consommation et par voie de conséquence un accroissement de la production. La banque d'Angleterre, qui est à la base de toute inflation de devises est à même d'en diriger les effets. Par ses achats de titres et surtout par ceux qu'effectuent les Joint stock banks, les Etablissements de crédit versent dans la circulation de nouvelles quantités de mon-

naie. Cet argent frais qui, des vendeurs passe finalement dans l'industrie et le commerce, crée des bénéfices qui tôt ou tard seront investis ou dépensés. Les placements de capitaux ou la dépense des nouveaux bénéfices provoquent à leur tour une demande nouvelle de marchandises et de cette manière, progressivement, les résultats de l'expansion monétaire se transforment en un accroissement d'activité industrielle et commerciale. M. Mac Kenna est convaincu que tôt ou tard, étant donné les conditions bancaires et commerciales de l'Angleterre, l'argent versé doit parvenir à l'industrie. Il ajoute même « l'approvisionnement d'une quantité adéquate de monnaie nous apparaît maintenant comme devant aussi certainement amener une amélioration du commerce et une diminution du chômage qu'une restriction de cet approvisionnement doit le réduire ». L'abondance monétaire est de plus un facteur de hausse des prix, or en période de déflation des prix, la part de richesse matérielle représentée par l'intérêt des valeurs à revenus fixes augmente tandis que les revenus des producteurs diminuent. Il se produit une rupture d'équilibre entre la consommation et la production qui ne peut qu'accroître le malaise social. Les rentiers se trouvent avantagés au détriment des employeurs et des ouvriers qui sont obligés de chômer. Aussi la hausse des prix et le rétablissement du pouvoir d'achat des producteurs (agriculteurs et industriels) apparaissent-ils comme des plus propices à l'amélioration de l'économie du pays (1). L'aisance monétaire est à d'autres égards un facteur de renouveau, car l'abondance des disponibilités facilite les opérations de crédit.

(1) Les périodes de prospérité économique coïncident d'ailleurs avec une hausse des prix.

II. — BAISSÉ DE L'INTÉRÊT. — Le bon marché de l'argent est un puissant stimulant. L'économie britannique ne pouvait que profiter d'une baisse du loyer des capitaux qui, dès 1932, s'est manifestée sur le marché monétaire et sur le marché financier.

a) *Influence du marché monétaire.* — La pléthore de capitaux qui depuis quatre ans sévit sur le marché à court terme de la cité favorise laisance bancaire. Elle permet aux sociétés d'alimenter leur trésorerie à bon compte, elle facilite l'escompte des effets de commerce et n'impose pas aux commerçants des retenues excessives. Alors que l'abondance du crédit évite les faillites, le bon marché des avances, des acceptations et de l'escompte stimule le commerce. Plus importants sont les effets d'une baisse de l'intérêt à long terme.

b) *Influence du marché à long terme.* — Dans une époque de guerre économique où la contraction du coût de production est une des conditions essentielles de la vente, le bon marché des capitaux apparaît comme un avantage décisif. L'avènement du machinisme, la création de sociétés anonymes en nécessitant l'investissement de capitaux énormes a donné une importance prépondérante au facteur capital. La part croissante prise par la rémunération du capital entre donc largement dans le prix de revient et sa hausse comme sa baisse exercent une influence directe sur le coût de production. Elle a d'autant plus d'importance en Grande-Bretagne que les industries nationales ne luttent que difficilement contre les pays asiatiques. Devant une Angleterre dont la main-d'œuvre est très chère et dont l'industrie supporte des impôts très élevés, le Japon au standard de vie excessivement bas et dont les lois sociales n'ont pas encore créé un lourd fardeau pour l'économie du pays se trouve avantagé.

Dans de telles conditions, la baisse de l'intérêt devient un facteur essentiel de la prospérité. Elle abaisse le prix de revient et favorise ainsi les produits anglais dans la concurrence internationale, elle permet la rationalisation des industries dont beaucoup avaient un outillage démodé, enfin elle développe les anciennes entreprises et suscite la création de nouvelles. A ces multiples points de vue son influence a été décisive sur l'économie anglaise.

II. — Le marché monétaire et l'activité industrielle

Depuis un peu plus de quatre ans le marché monétaire connaît une abondance de disponibilités dont ne pouvaient manquer de profiter l'industrie et le commerce nationaux. Nous avons expliqué dans la première partie de ce livre les causes de cet afflux de capitaux et de cet extraordinaire bon marché de l'argent, il nous reste maintenant à en montrer l'importance et à essayer de dégager dans quelles mesures les entreprises anglaises ont pu en profiter.

*
* *

Importance de la baisse :

En Angleterre, le marché de l'escompte est dominé par le bank-rate, celui-ci règle dans son ensemble le prix du crédit. Normalement un intérêt de 3 à 4 % est considéré comme convenable, la baisse profonde qu'il subit depuis le 30 juin 1932 a rendu le crédit à court terme à peu près gratuit. Pour se rendre compte du bon marché actuel de l'argent à court terme, rappelons que dans les cinquante années qui précédèrent

la guerre la moyenne du bank-rate fut de £ 3 S. 10 D.2 pour cent, et qu'il n'est plus aujourd'hui que de 2 %. Certes, l'avant guerre a connu des périodes où il descendait à ce taux, on peut même en compter jusqu'à 17, mais aucune d'elles n'est comparable en durée à la période actuelle. La plus longue qui va du 22 février 1894 au 10 septembre 1896 ne compte en effet que 931 jours. Les taux extrêmes depuis que le « bank Act » fut passé en 1844 ont été de 10 et de 2 % (1).

Cette évolution a été rapide et profonde. Rapide en ce sens que le taux a été ramené en cinq mois de 6 à 2 %, profonde car la moyenne du bank rate qui était en 1930 de £ 3 s 8 d 5, celle des banks-bills à trois mois qui était pendant la même période de £ 2 s 12 d 3, et celle des short loans de £ 2 s 9, d 6, sont respectivement, le 12 mars 1936, de £ 2, 9/16 % et 1/2-1 % (voir courbe). De décembre 1931 à février 1935 le taux d'escompte privé tombe de 5,84 à 0,31 %. Le tableau ci-dessous tiré des statistiques publiées par le *Statistical Summary Bank of England* donne une idée très nette de la baisse des taux au cours de ces quatre dernières années.

(1) A titre d'exemple, voici les taux pratiqués sur le marché monétaire du 20 juin au 11 juillet 1935 :

	20 Juin 1935	27 Juin	4 Juillet	11 Juillet
Bank Rate ..	2	2	2	2
Clearing banks' de- posits rate	1/2	1/2	1/2	1/2
short loan rate				
Clearing banks	1/2 + 1	1/2 — 1	1/2 — 1	1/2 — 1
Autre	1/2	1/2	1/2	1/2
Discont rates				
T. B.	11/16	21/32 — 11/16	17/32	19/32 — 5/8
Three months' bank-bills .	3/4	3/4 — 25/32	9/16 — 5/8	5/8

	Bank rate	Emprunt à court terme	Emprunt à jour le jour	Effets commerciaux à 3 mois
1932	3,005	1,82	1,61	1,87
1933	2,010	0,77	0,69	0,69
1934	2,000	0,86	0,82	0,82
Déc. 1933	»	1,13	0,75	1,16
Janvier 1934	»	0,88	0,88	1,03
Février	»	0,88	0,88	0,94
Mars	»	0,88	0,88	0,94
Avril	»	0,88	0,88	0,97
Mai	»	0,88	0,84	0,91
Juin	»	0,94	0,91	0,91
Juillet	»	0,88	0,84	0,88
Août	»	0,88	0,84	0,81
Septembre	»	0,81	0,75	0,72
Octobre	»	0,75	0,75	0,78
Novembre	»	0,75	0,75	0,44
Décembre	»	0,75	0,75	0,56

De janvier 1935 à juin 1936 :

Le Bank rate s'est stabilisé à 2,00.

Le taux de l'Emprunt à court-terme à 0,50.

Le taux de l'Emprunt au jour le jour à 0,50.

et les Effets commerciaux à trois mois sont pendant la même période :

Janvier 1935		0,35	Nov. 1935		0,56
Février	—	0,35	Décemb.	—	0,72
Mars	—	0,54	Janvier 1936		0,56
Avril	—	0,59	Février	—	0,56
Mai	—	0,59	Mars	—	0,56
Juin	—	0,72	Avril	—	0,56
Juillet	—	0,63	Avril	—	0,56
Août	—	0,59	Mai	—	0,56
Sept.	—	0,59	Juin	—	0,78
Octobre	—	0,63			

La baisse jusqu'en 1935 est presque ininterrompue. A partir de 35 les taux des emprunts à court terme (Loans for short period) et de l'argent au jour le jour (Day to day loan) se stabilisent à 0,50 %.

Celui des effets commerciaux à trois mois (Three months fine bank bills) autour de 0,60 %.

Ce tableau nous montre également l'écart annuel entre le bank rate d'une part et l'intérêt à court terme et les effets commerciaux d'autre part. En temps normal cet écart ne dépasse pas $1/4$ et $1/2$ % alors que depuis 1931 il excède 1 %.

La courbe page 195 traduit d'une façon saisissante la chute des taux de 1932 à 1936. En dépit de légères oscillations la tendance est restée à la baisse pendant ces quatre ans. Elle montre également que la baisse du court terme a été beaucoup plus rapide et beaucoup plus profonde que celle du long terme représenté ici par le $2\ 1/2$ Consols. De même, nous constatons une baisse dans le taux des avances au commerce et à l'industrie ; celui-ci est, en effet, solidaire du bank rate et lui est supérieur de $1/2$ % à 1 %. Il est actuellement de $3\ 1/2$ %, or il n'est pas douteux que de l'argent à $3\ 1/2$ % en matière commerciale est un taux extrêmement avantageux. Toutefois, il faut constater que la baisse des avances consenties aux producteurs n'a pas correspondu à celle qui aurait dû normalement se produire. Le taux des avances est resté à 4 et $4\ 1/2$ % parfois 5 %, il y a là une anomalie des plus préjudiciables à l'économie anglaise. Dans l'ensemble l'argent à court terme et l'escompte ont été à peu près gratuits, le taux des avances commerciales quoique ne correspondant pas aux conditions du marché, a baissé également, ces conditions sont certes favorables à la reprise des affaires mais il reste à savoir dans quelles mesures les entreprises en ont bénéficié.



Effets de la baisse du court terme

Il est très difficile sinon impossible de fixer d'une manière précise la part qui revient aux conditions exceptionnelles du crédit à court terme dans le renouveau de l'activité économique. Toutefois les approximations qui peuvent être faites laissent l'impression que cette influence qui fut surtout visible en ces derniers temps est restée dans l'ensemble assez restreinte et qu'en tout cas elle n'est pas en rapport avec l'amélioration des conditions du marché monétaire. Le bon marché de l'argent n'a été utilisé qu'insuffisamment par les producteurs et M. Keynes, qui est un ardent partisan de la baisse de l'intérêt, déplorait récemment le peu d'entrain mis par les industriels à solliciter l'obtention de nouveaux crédits. Depuis 1931, on constate en effet une régression importante des effets commerciaux escomptés ainsi que des avances consenties aux industriels. La diminution du papier commercial escomptable tient en partie à la crise économique. Malgré la baisse des taux, l'arrêt des transactions internationales empêche le marché des acceptations de profiter de ces conditions exceptionnelles. Les acceptations ont diminué de moitié et même à un certain moment des $\frac{2}{3}$ par rapport à leur niveau d'avant la crise. Si nous prenons le bilan des principales clearing banks nous voyons que leurs escomptes sont restés stationnaires malgré l'accroissement des Treasury bills et que la proportion du papier escompté au total des dépôts a sensiblement diminué.

	Escompte	Pourcentage par rapport au total des dépôts	Avances	Pourcentage
1930	264	14,7	963	55,5
1931	256	14,6	919	52,2
1932	308	17,2	344	47,1
1933	354	18,1	759	38,9
1934	230	12,2	753	40,0
1935	266	13,3	769	38,5

Quant aux avances, la régression est encore plus accentuée, elles tombent de £ 933 millions en 1930 à £ 769 millions en 1935, et leur pourcentage de 53,5 à 38,5. De Mars 1934, quand l'escompte et les avances réunis atteignent leur minimum, leur total a diminué depuis Septembre 1931 de £ 192,7 millions. Jusqu'en 1934 le papier commercial se raréfie de plus en plus. Il n'est plus au début de l'année que de £ 120 millions contre 250 en 1933. En juin 1934, il est de £ 100 millions, dont 32 millions de *standstill bills* et seul un retour à l'emploi des inland bills pourrait laisser espérer une augmentation du volume du papier commercial. Le simple énoncé de ces chiffres semble donc confirmer l'opinion de M. Goodenough selon laquelle une politique de création abondante de crédit est insuffisante pour déterminer l'augmentation de l'activité commerciale. Il est, en outre, nécessaire que les perspectives d'avenir soient favorables et créent une atmosphère de confiance.

Toutefois la régression des avances n'est pas nécessairement l'indice d'une économie déprimée, bien au contraire, nous avons vu que, depuis 1932, la production augmentait. Le fait que les avances des banques ont diminué n'est nullement en contradiction avec l'évidence de la reprise des affaires. La divergence constatée tient à deux causes ; d'une part, après une

période de dépression les entreprises se sont trouvées dès le renouveau de l'activité avec une trésorerie très à l'aise non seulement elles n'ont pas eu à emprunter aux banques, mais en outre elles ont pu rembourser leurs emprunts antérieurs ; d'autre part, nombreuses sont les entreprises qui séduites par les cours élevés des titres ont disposé de leur portefeuille et utilisé le produit de sa réalisation soit à financer l'extension donnée à leurs affaires sans avoir recours aux banques, soit à réduire leurs dettes existantes. Si l'on ajoute qu'une partie des émissions nouvelles ont servi à rembourser les avances et que l'intégration croissante de l'industrie nécessite de moins en moins des demandes de crédit aux banques, on comprend aisément comment les avances ont pu décroître, alors que l'activité économique donnait des signes évidents de reprise (1).

Mais l'accentuation de la reprise devait amener tôt ou tard un renversement de la situation et c'est ce qui se produisit à partir de 1935. Ce n'est donc que tardivement que l'industrie et le commerce ont pu bénéficier de conditions exceptionnellement avantageuses que leur offrait le marché à court terme. On constate simultanément un accroissement des prêts au marché monétaire et une augmentation des avances. Les prêts au jour le jour et à très court terme consentis par les banques au Discount market et au Stock exchange progressent de 134 à £ 142 millions. Les *Bank bills* indiquent une augmentation de 5 % et dans l'ensem-

(1) L'activité de l'industrie s'est d'ailleurs surtout développée ainsi qu'en témoigne le tableau suivant à partir de 1934.

Indice de la production industrielle :

31	32	33	34	35	Mars 36
82	83	88	99	108	118

Une part importante de la reprise est également due aux grands travaux publics entrepris par les corporations publiques qui ont la facilité d'emprunter directement au public et dans de très bonnes conditions.

ble le portefeuille effets s'élève de £ 230 millions à £ 266 millions de bills. Les avances qui étaient passées par un minimum en 1934 avec £ 753 millions augmentent dès le début de 1935 et sont à £ 756 millions en février. A la fin de l'année elles atteignent £ 769 millions, soit une augmentation de 16 millions.

En avril 1936, elles sont à £ 839 millions. Toutefois le pourcentage continue à décroître, et de 50 %, chiffre habituel et autrefois atteint, il tombe à 38,5 % malgré tous les efforts faits par les banquiers pour développer le crédit. Cependant le développement récent des avances bancaires ne correspond pas uniquement à la reprise industrielle, il résulte également de l'octroi de crédits au trésor français.

L'impression générale qui se dégage de cette étude est que d'une part la reprise industrielle n'a pas été déterminée par les facilités du crédit à court terme, car elle lui est antérieure, elle s'est même faite en partie indépendamment d'elle. La baisse du loyer de l'argent sur le marché monétaire a certes facilité l'industrie et le commerce, mais ceux-ci n'en ont bénéficié que tardivement et d'une manière restreinte. La baisse du marché à long terme devait avoir sur l'économie anglaise des effets plus importants.

III. — Le marché à long terme et la reprise industrielle

APERÇU GÉNÉRAL

La conversion du War loan n'a pas limité ses effets aux finances publiques, elle est à l'origine du grand mouvement de baisse de l'intérêt qui, après avoir touché en premier lieu les valeurs d'Etat, s'est peu à peu étendu à tout le marché financier. L'économie anglaise ne pouvait que bénéficier de ce bon marché des capi-

taux, aussi dès que l'Etat a cessé d'absorber à lui seul les disponibilités du marché financier, l'industrie et le commerce lui ont-ils succédé. On peut ainsi dire que si l'année 1932 a été l'année des conversions d'Etat, 1933 annonce le début des conversions industrielles. Toutefois l'industrie n'a profité de cette baisse du loyer de l'argent que plus tardivement que n'a fait l'Etat, elle en a également profité à un degré moindre.

*
**

1° *Participation tardive.*

Le retard tient à deux causes principales : a) la restauration du crédit public a précédé celle du crédit privé ; b) entre la baisse de l'argent à court terme et celle de l'argent à long terme il y a toujours un décalage inévitable.

a) La politique financière du gouvernement visait à un but immédiat, l'allègement du budget par la conversion du War loan. Ce n'est qu'à une échéance plus lointaine qu'elle se proposait de réagir sur l'activité économique. Pendant une période assez longue qui précéda et prépara la conversion, il fut même recommandé à l'initiative privée de s'abstenir de tout emprunt sur le marché de Londres. Enfin, nous avons vu qu'en 1932 l'importance des opérations faites par la trésorerie aurait rendu difficile un accroissement des émissions industrielles. D'ailleurs à cette époque l'économie anglaise sortait à peine de sa longue dépression. Nous avons vu précédemment que la reprise a été lente en 1932 et 33 et qu'elle ne s'est accentuée qu'en 1934. Dans ces conditions les recours au crédit ne pouvaient être très importants. Par ailleurs s'il est relativement facile d'obtenir une baisse du loyer à court terme, il est beaucoup plus difficile de parvenir au même résultat pour les capitaux placés à long terme, aussi la baisse des taux sur le marché monétaire

précède-t-elle celle du marché financier, et parfois même très longtemps à l'avance.

b) Ce décalage a été très sensible en Angleterre. Ainsi tandis que la moyenne du taux d'intérêt à court terme commence à s'élever en 1934, le loyer de l'argent à long terme pour l'industrie continue à baisser et l'intérêt des gilt-edged reste stationnaire, ce dernier fait, montre de plus que la baisse des fonds d'Etat a précédé celle des valeurs industrielles. On peut donc placer les variations de l'intérêt dans l'ordre chronologique suivant :

Baisse du court terme,

Baisse de l'intérêt des rentes,

Baisse du marché industriel,

et ce classement fait ressortir immédiatement l'évolution des taux sur la place de Londres.

Tout le mérite des dirigeants anglais est précisément d'avoir su « décoller » l'intérêt du long terme peu de temps après la baisse du court terme. L'absence de toute demande sur le marché monétaire les a d'ailleurs singulièrement favorisés. Dans l'impossibilité de trouver une rémunération les capitaux flottants se sont rejetés sur des investissements de plus longue durée et ont ainsi fait bénéficier le marché financier des taux très bas qui se pratiquaient sur le marché à court terme.

Ce passage du court terme au long terme n'est d'ailleurs pas sans danger, il immobilise les capitaux circulants et ne donne à l'épargne qu'une rémunération insuffisante. La baisse de l'intérêt s'est également vue facilitée par les acquisitions de titres effectuées par les banques. Les banques dont les disponibilités ont augmenté progressivement depuis 1932 en raison des achats d'or et de valeurs opérés par l'institut d'émission ont été contraintes, pour conserver une activité suffisamment rémunératrice, de se por-

ter acheteuses de titres sur le marché financier. Tout ce passage du court terme au long terme, et tous ces achats de titres ont nécessité un certain temps et n'ont pu se faire que progressivement, leur effet n'a été efficace qu'à la longue et il est naturel que l'industrie n'en ait profité qu'assez tard.

**

2° Profit moindre

Il semble en outre qu'elle en ait retiré un bénéfice moins grand que les finances publiques. Ceci est dû au fait que la baisse de l'intérêt est moindre, que la reprise est encore insuffisante, et que les conversions industrielles se heurtent à des difficultés que ne connaissent pas les finances publiques.

a) *La baisse de l'intérêt est moindre.* Le cours des actions et des obligations est déterminé par celui des fonds publics. En Angleterre le phénomène est très net, il ne faut d'ailleurs pas oublier que c'est la conversion du War loan qui a déterminé l'évolution des cours. C'est le crédit public qui a réagi sur le crédit privé. La hausse des fonds d'Etat s'est transmise aux dominions, puis aux industries. Le tableau suivant permet d'apprécier le lien qui les unit, ainsi que l'importance de la baisse.

Taux moyen des émissions

	Gouvernement	Obligations industrielles	Actions de préférence
1913	4,77	5,5	5,75
1920	6,05	7,92	8,09
1928	5,09	6,10	7,37
1929	5,07	6,10	6,58
1930	5,43	5,96	6,00
1931	5,60	6,33	6,50
1932	3,72	5,44	6,32
1933	3,14	4,58	5,28
1934	3,14	4,48	5,00

A un niveau plus élevé les taux d'émission des valeurs industrielles accusent les mêmes variations que les taux des émissions gouvernementales. Et parmi les premières les actions de préférence conservent des taux plus élevés que les obligations industrielles.

De 1920 à 1934 nous constatons une baisse continue. Les taux des émissions gouvernementales passent de 6,05 à 2,85, tandis que ceux des obligations industrielles et des actions de préférence tombent respectivement pendant la même période de 7,92 à 3,86 et de 8,09 à 4,28. La baisse a été de 2,91 pour l'Etat, de 3,44 pour les actions de préférence, et de 3,06 pour les obligations industrielles.

Du point de vue national, c'est du bénéfice, chaque réduction des charges fixes du contribuable ou de l'industriel représente le transfert d'une part de revenu national, de ceux qui sont moins entreprenants à ceux qui le sont plus.

Dans l'ensemble, les taux d'intérêt à long terme sont de plus de 20 % inférieurs à ce qu'ils étaient en 1931, et pour les industries privées le taux est inférieur de 1 % à celui payé en 1932. Les taux pratiqués sur le marché financier sont inférieurs en 1934 à ce qu'ils étaient avant-guerre. Il semble d'ailleurs qu'ils continuent à baisser, cette impression se confirme par l'examen des taux des actions de préférence.

*Taux de rendement de diverses valeurs en Décembre
de chaque année*

	30	31	32	33	34
	—	—	—	—	—
Gouvernement	4,31	4,85	3,67	3,45	3,13
Oblig. industr.	5,49	5,18	4,61	4,00	—
Act. de préférence.	5,90	5,75	4,68	4,38	3,99
Actions ordinaires.	7,21	6,86	4,38	3,47	4,22

Alors que les actions ordinaires voient leur taux se relever légèrement, les actions privilégiées continuent à baisser régulièrement, et leur taux continue à tomber à 3,99. Pour les emprunts du Gouvernement et les obligations industrielles, l'évolution des rendements est naturellement inverse de celle des cours. A la fin de 1933 le rendement des titres industriels à revenu fixe est à peine supérieure de $1/2$ à $3/4$ % au rendement des emprunts de l'Etat (3,45 et 4 %). Il n'est pas sans intérêt de rappeler qu'au début de 1932 la différence était d'environ 2 %. On voit par là l'influence de la conversion du War loan sur le crédit privé (1).

Les actions de préférence, après avoir bénéficié d'un prix très élevé en 1931, grâce à la baisse de leur valeur en bourse, ont vu leur rendement descendre de 6,75 à 4,38 % fin 1935. Elles constituent néanmoins à ce taux le placement le plus avantageux de toutes les catégories considérées (en 1934 le placement le plus avantageux devient l'achat d'actions ordinaires qui rapportent 4,22 % contre 3,99 % aux actions privilégiées). Quant aux actions ordinaires elles ont enregistré les rendements les plus élevés par suite de la très forte baisse de leur cours. On constate, en effet, un taux de 7,21 % en décembre 1930, et de 6,86 % en 1931. La hausse de leur cours à partir de 1932, jointe à des dividendes stationnaires ou en faible augmentation, a ramené très bas leur prix de rendement moyen : 3,47 en décembre 1933, soit à peu près le même taux que les emprunts du Gouvernement.

(1) Dans toutes les branches de production on constate une corrélation inverse entre le mouvement de l'intérêt et celui des dividendes ; l'industrie automobile de 1931-32 à 1933-34 a baissé de 9,2 %, le dividende des actions de préférence s'est accru de 30,9 %. Dans l'industrie du textile l'intérêt s'est accru de 39 %, le dividende des actions de préférence a baissé de 41, 7 %.

L'amélioration du crédit est donc d'une grande importance, elle n'a pourtant pas déterminé un accroissement brutal des demandes.

b) *La reprise est encore peu marquée.* L'industrie et le commerce ne bénéficient d'une reprise réelle et marquée que depuis le début de 1935. Certaines industries de base restent même déprimées. Enfin le commerce international ne participe que dans une faible mesure à l'essor économique.

c) *Les conversions industrielles sont difficiles.* Par ailleurs, les conversions industrielles ne sont pas toujours faciles à réaliser, elles nécessitent une modification des contrats ; elles se heurtent à l'existence d'actions privilégiées et d'obligations à longue échéance et, étant donné que les conventions concernant ces titres n'ont pu être modifiées que d'un commun accord, souvent difficile à obtenir, elles n'ont pu s'effectuer sur une grande échelle ; malgré tout, la baisse de l'intérêt a permis des conversions pour un montant qui est loin d'être négligeable et elle a facilité depuis trois ans les émissions industrielles.

LES CONVERSIONS INDUSTRIELLES

Chaque fois qu'il leur a été possible, les entreprises privées n'ont jamais négligé d'échanger leurs anciens emprunts en de nouveaux conclus à de meilleurs conditions. La crise économique et l'instabilité monétaire ne leur avaient pas permis en ces dernières années de procéder à de nombreuses conversions. Le montant des obligations industrielles qui, en 1928, était encore de 100 millions, n'est plus, en 1929, que de 40. En 1930 il tombe à 45 et devient inexistant en 1931. Puis, à partir de 1932 le mouvement de reprise se fait sentir et elles atteignent 32 millions

en 1932, 72 millions en 1933. Du mois d'octobre à fin décembre 1932 le montant des conversions industrielles n'est que de 5,363 millions de livres. D'après les données de *l'Economist* on a converti en 1933 :

20	millions à 5	%
14	— à 5,5	%
11	— à 6	%
15,5	— à 6,5	%

et le rendement des titres nouvellement émis s'établit comme suit :

20	millions à 4	% ou plus bas
26,5	— à 4,5	% et 4,25 %
15	— à 5	%
3,5	— à 5,5	%

D'après le même journal il n'y aurait que 105 millions de titres (exception faite des émissions effectuées sous l'empire du Trade facilities Act) qu'il était possible de convertir dans le courant des dix années suivantes, tandis que £ 840 millions de titres ne pouvaient être convertis soit en raison de la date éloignée de leur amortissement éventuel, soit en raison du crédit peu solide des sociétés émettrices, soit enfin en raison de leur rendement assez bas.

Dans l'ensemble 60 % environ des titres industriels amortissables avant 1942 furent immédiatement amortis. L'importance des conversions est donc loin d'être négligeable et le principal obstacle à leur extension fut l'existence des actions privilégiées qui sont difficilement transformables. Aussi sur un total de 67 millions convertis elles n'entrent que pour un million et demi, le restant portant sur les obligations. En 1934 et 1935 les conversions se poursuivent, toutefois elles paraissent moins importantes qu'en 1933. Pendant le premier semestre 1934 la part appartenant aux entreprises privées et émises en vue de conversion ne s'éleva

qu'à 28 millions contre 48 l'année précédente, à la même époque. Sur un montant total de £ 164.605.700 le gouvernement Britannique et les pays plus ou moins liés à l'Empire ont absorbé £ 105 millions pour les conversions, la part de l'industrie est donc assez faible.

Il est intéressant d'examiner par qui ont été réalisées les opérations de conversion et dans quelles conditions elles ont été effectuées.

Parmi les entreprises qui ont effectué des conversions, les principales sont Powell Duffryn, Lewis's Ltd Baldwins, North Wales Power, Argentine navigation and British aluminium, British Celanese.

Ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessous on peut se rendre compte de l'importance des conversions et des taux obtenus pour les nouveaux emprunts.

EMPRUNTEURS	Mont. des titres convertis		Taux moy. en % sur le prix d'ém.		Convertis en un taux moyen	
					en %	
	1934	1933	1934	1933	1934	1933
			£ s. d.	£ s. d.	£ s. d.	£ s. d.
Gouvern. Brit. ..	105	50	4. 0.0	4.10.2	3.1.10	2.19.7
Gouvern. colon. .	60	110	4. 3.9	5.10.6	3.8. 0	3.17.0
Corp. Banques ..	20	—	4. 2.3	—	3.7. 6	—
Corp. Colon.	—	3	—	4.10.0	—	4. 2.0
Industrielles	26	61	5.10.0	5. 9.0	4.7. 7	4.10.6

Après les conversions gouvernementales les conversions de sociétés industrielles tiennent la tête avec un total de £ 61 millions en 1933 et de £ 26 millions en 1934. Puis viennent les banques qui, n'ayant pas participé aux conversions en 1933, en ont réalisé l'année suivante pour £ 20 millions, quant aux corporations coloniales, elles n'ont pratiquement pas converti.

Si les conversions industrielles sont restées dans

l'ensemble moins considérables qu'on aurait pu l'espérer, la baisse de l'intérêt à long terme a eu sur les émissions nouvelles une influence qu'il convient maintenant d'étudier.

LA BAISSÉ DE L'INTÉRÊT
ET LES NOUVELLES ÉMISSIONS INDUSTRIELLES

Les conversions industrielles ont permis aux producteurs de comprimer leur prix de revient, la phase suivante devait normalement se caractériser par la reprise des investissements, la création de nouvelles entreprises et le développement des anciennes. Dans une période de reprise économique telle que celle que traverse actuellement l'Angleterre, les émissions industrielles devaient donc reprendre une importance que la crise leur avait fait perdre. L'intérêt et la difficulté du problème est de savoir dans quelle mesure la baisse de l'intérêt sur le marché financier est à l'origine des nouveaux investissements anglais. Nous avons vu que les facilités de crédit et d'emprunt sont insuffisantes à elles seules pour entraîner un renouveau de l'activité, que pour être efficaces elles doivent s'accompagner d'un retour à la confiance et de l'impression que les immobilisations nouvelles permettront à l'entrepreneur d'accroître ce profit. Cette atmosphère favorable a pu être heureusement développée en Angleterre depuis ces quatre années. La production nationale a augmenté ; de nouvelles entreprises ont été créées. Il n'est pas douteux qu'elles ont trouvé auprès du marché financier une aide puissante qui a facilité l'extension de certaines industries et parfois l'ont entièrement conditionnée.

*
**

L'industrie et le commerce nationaux trouvent dans la baisse de l'intérêt des facilités accrues.

En 1931, l'instabilité monétaire a porté un coup très dur aux émissions. Celles-ci sont tombées extrêmement bas ; depuis, ainsi qu'en témoignent les statistiques ci-dessous, les émissions repartent sur le marché de Londres. Toutefois, dans l'ensemble leur importance est due plus aux besoins accrus du commerce et de l'industrie qu'à la baisse de l'intérêt.

Moyenne mensuelle en millions de livres

1931	7,4	Février 1934	7,0
1932	9,4	Mars 1934	7,1
1933	11,1	Avril 1934	9,6
Janvier 1934	10,9	Mai 1934	22,4

Les demandes de l'industrie et du commerce sont en progression constante, elles sont particulièrement accentuées en 1934 où pour le seul mois de mai elles atteignent 22,4. Il n'est pas indifférent de connaître la part absorbée par les sociétés anglaises dans le total des émissions.

Répartition des émissions suivant la nationalité des sociétés (en millions de livres) :

	Stés étrangères	Stés coloniales	Stés anglaises
1931	4,5	8,0	35,5
1932	0,3	1,7	3,0
1933	0,1	5,0	34,9
1934	1,5	21,4	57,5

Nous voyons d'après ce tableau que les sociétés anglaises absorbent la presque totalité des émissions. Les emprunts des Sociétés étrangères sont pratiquement négligeables, ceux des sociétés coloniales ne se relèvent qu'en 1934.

On voit pour ces deux premières catégories l'effet des restrictions imposées par le gouvernement. Quant aux émissions nationales, c'est la confirmation du tableau précédent. L'accroissement continu de 1932 à 1934 et amélioration particulièrement nette pour la dernière année.

Voici le montant des émissions nouvelles faites par l'industrie en millions de livres :

1932	1933	1934	1935 (5 premiers mois)	1935 (7 derniers mois)	1936 (5 premiers mois)
33,6	40	80	47	47	90

Si on le compare avec l'indice de la production industrielle à la même époque, on voit une corrélation assez étroite.

Indice de la production industrielle

1931	1932	1933	1934	1935	Mars 1936
82	83	88	99	108	118

Certaines industries et notamment celles qui travaillent pour l'exportation ainsi que les ports, docks et navigation n'empruntent pas. Au contraire toutes les industries travaillant pour le marché intérieur ont manifesté une activité grandissante. Notamment les corporations et établissements publics ainsi que les entreprises d'utilité publique tels que le gaz, l'électricité, l'eau.

De toutes les émissions faites par appel au public par les sociétés industrielles, il s'établit entre les différents titres la répartition suivante :

	Obligat.	Act. préf.	Act. ord.	Total
1928	46,4	45,1	111,2	202 7
1929	29,8	31,5	116,0	177,3
1930	49,7	15,8	22,1	87,6
1931	23,9	6,9	20,3	51,1
1932	14,8	12,8	6,0	33,6
1933	17,3	12,7	10,0	40,0
1934	14,1	21,5	44,9	80,5
1935	25,2	31,7	37,3	92,2

Ainsi qu'on peut le constater, depuis 1932 le total des émissions industrielles n'a cessé de progresser. On voit également une diminution des emprunts à intérêt fixe, celle-ci s'explique d'une part par la diminution des emprunts du gouvernement, la Trésorerie n'ayant fait appel à l'épargne que pour un montant de £ 50,757 millions en 1933 et de £ 105 millions en 1934 et de £ 205 millions en 1935.

En 1933 et 1932 au moment des gros emprunts de conversion, les appels au crédit avaient représenté de 80 à 84 % du montant total des émissions. En 1934 et 1935 ce même pourcentage tombe à 35 et 60 %. D'autre part l'influence de la reprise industrielle s'accroissant de plus en plus, les détenteurs de fonds qui recherchaient pendant les années de crise les valeurs à revenu fixe et plus particulièrement les fonds d'Etat s'orientent de plus en plus vers les valeurs à revenu variable et d'une manière plus précise vers les actions de préférence. C'est ainsi qu'en 1934 le montant des émissions de valeurs à revenu variable est très sensiblement supérieur à celui de chacune des quatre années précédentes. Par contre les obligations ont accusé une réduction sérieuse par rapport au chiffre correspondant de 1933. Pour la première fois depuis 1930 le total des actions ordinaires vis-à-vis des titres à re-

venu fixe émis sur le marché de Londres pendant le premier semestre atteint le chiffre de 19.573.000 livres. Il n'est donc pas douteux que la reprise économique s'est traduite par une augmentation des émissions et une orientation nouvelle des placements.

Mais cette reprise a-t-elle été une conséquence de la baisse de l'intérêt ou a-t-elle été simplement facilitée par elle ? Il serait vain de vouloir résoudre un tel problème par une équation. Remarquons tout d'abord que ces deux données du problème agissent l'une sur l'autre. La baisse profonde du loyer de l'argent traduit un marché déprimé, une activité économique restreinte ; inversement le bon marché des capitaux peut présider à la restauration de la prospérité. Il semble toutefois que la reprise économique ait été antérieure à l'accroissement des émissions, que les entreprises ont connu en premier lieu une période d'essor pendant laquelle, malgré le bon marché des capitaux, elles s'étaient abstenues de faire appel à l'épargne. La comparaison du montant des émissions de 1932 à 1936 avec l'indice de la production industrielle confirme cette impression. Alors que dès 1933 le renouveau industriel se précise de plus en plus (l'indice passant de 88 à 99), les émissions nouvelles ne deviennent importantes qu'en 1935 et ne se développent vraiment que dans les premiers mois de 1936. Fait caractéristique, alors que les taux d'émission continuent à baisser, le volume des émissions décroît également et ne se relève que faiblement. Ainsi, alors que le taux de l'intérêt baisse de 1931 à 1932 de 6,33 % à 5,44 %, soit près de 1 %, les émissions tombent de £ 21.006.000 à £ 6.110.000, et bien que le loyer de l'argent ne soit plus en 1933 que de 4,58 %, soit une diminution de 0,86 % sur l'année précédente et de 1,75 % sur 1931. Les émissions d'obligations et de bons industriels n'at-

teignent que £ 16.857.000 malgré une baisse de 1,75 %. Les émissions sont de £ 4.149.000 moins élevées qu'en 1931 ⁽¹⁾.

Cette impression est encore confirmée par M. Keynes qui, récemment encore, se plaignait que le taux de l'intérêt n'ait que peu profité à l'économie nationale. Le total des nouvelles offres publiques a atteint seulement £ 201 millions par an pour les trois années de monnaie bon marché, contre 336 millions pour les années de monnaie chère en 1927 et 1929. Si on exclut les emprunts du gouvernement, la moyenne pour les trois dernières années est seulement de 102 millions contre 265 en 1927-1929. Enfin si on en exclut les emprunts de tous les gouvernements, ceux des chemins de fer, ceux des industries d'outre-mer, l'industrie nationale n'a emprunté en moyenne que £ 39 millions dans les dernières années, contre £ 132 millions en 1927-1929. Dans l'ensemble, de même que le commerce et l'industrie anglais avaient peu profité des taux anormalement bas du marché monétaire, ils ont également peu bénéficié des facilités exceptionnelles du marché financier ; de ce côté, les efforts du gouvernement pour amener une reprise économique n'ont eu qu'un effet restreint.

*
**

Aide des Pouvoirs Publics.

Celui-ci a si bien senti la nécessité d'aider les entreprises d'une manière plus directe qu'il a créé en 1934 un organisme de crédit destiné à consentir des prêts spécialement aux petits producteurs anglais ; ceux-ci n'ont que peu bénéficié, en effet, de la baisse de l'intérêt, ils n'ont que très peu réalisé de conver-

(1) En 1930 ces mêmes émissions atteignaient 25.086.000 au taux de 5,50.

sions car celles-ci conviennent davantage aux grandes entreprises jouissant d'un crédit solide. Les avances bancaires en dépit des conditions très favorables du marché monétaire sont restées à un niveau ne correspondant pas aux conditions du marché monétaire. Enfin il est très difficile de se procurer en Angleterre des fonds à moyen terme. Le Comité de finance et d'industrie présidé par M. Mac Millan a d'ailleurs fait connaître toutes les difficultés auxquelles se heurtait le petit industriel. Soucieux de le faire bénéficier des conditions avantageuses du marché, l'Etat s'est préoccupé de créer une société de crédit dont le rôle consiste à consentir des prêts à moyen et long terme pour une durée de deux à vingt ans, ces crédits ne pouvant excéder 50.000 livres.

Un plan fut établi par la « United Dominions trust » et le nouvel organisme prit le nom de « Credit for industry », cet organisme ayant l'appui direct de la banque d'Angleterre a été doté immédiatement d'un capital de 250.000 livres qui, par la suite, pourra être augmenté. Les sommes nécessaires aux avances lui seront fournies par des emprunts faits en son propre nom auprès des banques ou sur le marché financier ; les pouvoirs publics espèrent ainsi amener une augmentation plus marquée des investissements et contribuer par là à l'essor économique du pays. Plus récemment la nécessité de contribuer plus efficacement au soutien de l'activité économique a incité le gouvernement à créer un nouvel organisme. Dans le budget speech prononcé par M. Neville Chamberlain au mois d'avril dernier, les pouvoirs publics consacraient une somme de £ 1 million à l'établissement de celui-ci. Les autorités se sont aperçues que dans certaines régions particulièrement éprouvées par le chômage les petites entreprises rencontraient de grandes diffi-

cultés pour alimenter leur trésorerie et que ceci résultait surtout de la situation particulière dans laquelle elles se trouvaient. Les risques à courir apparaissant aux financiers plus grands que ceux qu'ils étaient disposés à accepter en période normale. Aussi les Pouvoirs Publics prirent-ils l'initiative de créer une Compagnie appelée « *Special Areas, Reconstruction Association Limited* » dont le capital d'un montant nominal de 1 million de livres sera affecté, au financement des petites industries établies dans les régions les plus touchées par la crise.

La Compagnie créée pour dix ans ne pourra consentir des avances au delà d'un maximum de 10.000 livres. La participation de l'Etat ne se fait pas en capital mais il contribuera aux dépenses d'administration et garantira les pertes jusqu'à concurrence de 25 % du montant total des prêts consentis. Cette garantie ne pourra dépasser 1 million, il a été nécessaire d'en fixer le plafond car les prêts pouvant être renouvelés indéfiniment, les risques ainsi encourus par l'Etat auraient pu devenir excessifs. L'affectation du capital sera d'ailleurs étroitement surveillée par les autorités. Dans chaque région sera créé un Board local et un bureau chargé de recueillir les demandes et de les examiner. La société devra travailler en accord avec les autorités, les institutions locales, les conseils (développement councils), les banques et les Compagnies d'assurances.

Ce nouvel effort tenté par le Gouvernement montre bien l'importance qu'il attache à la diminution du chômage dans les zones particulièrement éprouvées. Les Pouvoirs Publics espèrent ainsi amener une augmentation plus marquée des investissements et contribuer par là à l'essor économique du pays. Il serait toutefois inexact de croire que la baisse de l'intérêt n'a pas eu d'influence ou que celle-ci a été limitée.

Pour certaines branches de l'activité au contraire, elle a fait l'effet d'un stimulant puissant.

La politique d'investissement des Pouvoirs Publics s'en est trouvée facilitée et de ce fait l'équipement national en a bénéficié. De même la persistance du bon marché de l'argent a eu une répercussion profonde dans l'industrie du bâtiment et auprès des Compagnies d'assurances.



Investissements publics. — Afin de diminuer le chômage les Pouvoirs Publics ont entrepris depuis la crise une série de grands travaux. Les investissements nombreux qu'ils ont consacrés à la réalisation de leur programme ont certes bénéficié des taux extrêmement avantageux du marché financier et dans une certaine mesure s'en sont trouvés accrus. L'effort principal du gouvernement et des collectivités locales a porté essentiellement sur l'équipement électrique et les entreprises de chemins de fer. D'après les évaluations de la Midland Bank pour les seules entreprises électriques les sommes consacrées depuis quatre ans et relevant soit du bureau central d'électricité, soit d'institutions analogues, s'élèvent à £ 87 millions environ, et pour les années 1931 à 1934, à £ 50 millions. Si l'on y ajoute le montant placé par les Compagnies de gaz et d'eau, par les Offices Publics, autres que ceux concernant l'électricité et les industries de transport (principalement des chemins de fer), on obtient un total de £ 88 millions. Cette part qui revient aux entreprises d'utilité publique s'accroît encore du montant des émissions effectuées par les autorités locales et par le gouvernement de l'Irlande du Nord et l'on arrive à un total de 131 millions. Ce nombre comparé à celui des émissions privées qui n'atteint, pendant la même période, que 90 millions de livres, met en lumière l'im-

portance de l'action des Pouvoirs Publics dans la reprise économique. Selon l'expression même des dirigeants de la « Midland Bank » les efforts effectués par les autorités ou par les Institutions publiques destinés à l'encouragement ou à la protection des entreprises privées ont été un facteur plus important dans l'activité économique que celui des établissements privés » (1).

La politique du Gouvernement a certes été dictée par le souci de diminuer le chômage, mais il n'est pas douteux qu'une baisse de l'intérêt mettant les capitaux à long terme aux environs de 3.5 % a été pour les entreprises telles que les chemins de fer une cause déterminée de nouveaux investissements.

*
**

L'industrie du bâtiment. — De même la baisse du loyer de l'argent devait avoir sur l'industrie du bâtiment une influence prépondérante, le bon marché des capitaux est en effet une des conditions indispensables à la prospérité de cette industrie, un écart de quelques centimes pouvant arrêter ou stimuler la construction des immeubles. Il présente d'autant plus d'intérêt que le bâtiment est une industrie très importante tant par le nombre des ouvriers qu'elle occupe que par l'activité qu'elle procure à une foule d'industries annexes. Enfin son essor est particulièrement propice à une époque de chômage intense. Il a en outre le mérite de diminuer le nombre des habitations malsaines et insalubres et de remédier à l'insuffisance de constructions qui depuis plusieurs années se faisaient sentir. L'activité nouvelle dont témoigne le bâtiment joint à

1. Avant la crise en 1929 et en 1930 les investissements publics et privés étaient respectivement de 103 et 134 millions. Tous ces chiffres n'ont d'ailleurs qu'une valeur relative, car les entreprises privées ne s'adressent pas toujours au marché des capitaux et les entreprises d'utilité publique ont souvent recours aux Compagnies d'Assurances.

l'avantage de lutter contre le chômage, celui non moins appréciable d'améliorer l'hygiène publique. Enfin l'examen de son évolution présente un grand intérêt. Cette industrie pouvant être considérée comme reflétant la situation générale de l'économie anglaise. Industrie de base dont découlent de multiples industries elle apporte à l'étude de la reprise de l'activité en Grande-Bretagne une contribution des plus utiles. Soucieux de rénover l'économie nationale l'Etat a apporté une aide soutenue aux entreprises du bâtiment, cette contribution s'est trouvée heureusement favorisée par la baisse continue de l'intérêt.

Avant et depuis la crise, le gouvernement n'a cessé de s'intéresser à la construction et à la reconstruction des immeubles d'habitation. A cet égard, il pratique une politique du logement des plus efficaces. Comme le témoigne l'élévation continue de ses subventions, cette aide ne s'est pas relâchée depuis quatre années.

Subventions du Gouvernement pour le logement
(en milliers de £)

1931-1932	14.543		
1932-1933	15.268	+	727
1933-1934	15.691	+	423
1934-1935	16.233	+	325
1935-1936	16.233	+	217

Du budget de 1931 au budget de 1935-1936 les sommes consacrées au logement se sont élevées de £ 14 543 millions à £ 16 233 millions, soit une augmentation de £ 1 690 000. L'importance des subventions ainsi renouvelées met en lumière l'intérêt que les Pouvoirs Publics attachent à l'amélioration des conditions de logement de la population.

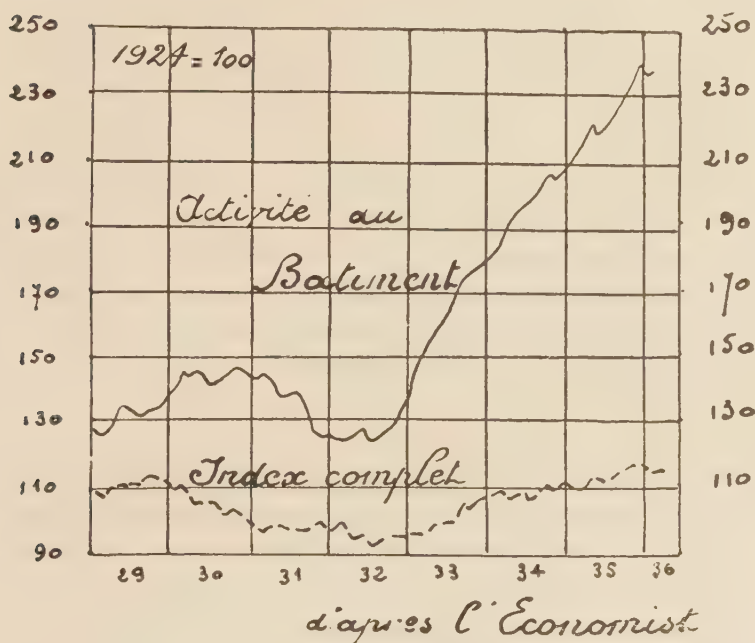
Cette amélioration s'est trouvée grandement faci-

litée par la baisse continue de l'intérêt des capitaux à long terme. En cette matière un écart parfois minime peut rendre l'investissement avantageux. Ainsi la baisse de 6 à 4,5 % dans les taux d'intérêt correspond approximativement à une réduction de 25 % dans le coût de la production quand il s'agit de fixer le loyer minimum qui peut-être avantageux. Aussi n'est-il pas étonnant d'assister depuis quatre ans à un essor remarquable, l'industrie du bâtiment est actuellement deux fois plus active qu'en 1930. Alors que de la fin de 1931 à 1935, le taux des prêts consentis aux entreprises s'abaisse à 6,3 % à 4 % et celui des prêts hypothécaires de 6 % à 4,4 %, l'indice de la construction s'élève de 80 à plus de 200. Le bâtiment atteint au mois d'août le chiffre record de 222 contre 198,5 au mois d'août 1934 (indice 100 en 1929).

Certes, la réduction des prix des matières premières et des salaires a facilité son extension, mais c'est en définitive la dépression profonde du marché financier qui a été le facteur déterminant de la reprise. Du troisième trimestre 1932 au troisième trimestre 1934 la construction s'est accrue d'environ 58 %, ces chiffres ressortent des résultats publiés par les Building societies. En Angleterre ces Compagnies ont une action extrêmement puissante, contrôlant en moyenne 400 millions de livres, recevant environ 10 % de l'épargne nationale, consacrant environ la moitié de leurs avances à la construction de nouvelles maisons, elles financent ainsi la quasi totalité du bâtiment. Or de 1930 à 1934 le taux d'intérêt versé aux actions qui leur procurent la plus grande partie de leurs disponibilités s'est abaissé de 4,65 à 3,5 %. Il en est résulté que la baisse du taux de leurs avances hypothécaires a été de 5,82 à 5 %. L'économie ainsi réalisée sur le capital prêté et dont la valeur n'est pas inférieure à 75 et

80 % du capital total procure une économie d'au moins 8 %, étant donné que la plupart du temps les remboursements s'échelonnent sur vingt ans.

La valeur des plans de constructions approuvés en juillet et août 1935 est supérieure de 13,7 et de 22,5 % à celle des plans approuvés pendant les mois correspondants de 1934. En décembre 1935, le bâtiment atteint ainsi qu'il ressort de la courbe ci-dessous le chiffre record de 235 contre 195 en décembre 1934.



Il est remarquable cependant qu'en 1935 l'accroissement des constructions soit plus marqué dans les maisons non à usage d'habitation. Il y a des symptômes de diminution dans les constructions pour la classe moyenne qui auraient atteint leur maximum en 1934. L'activité prodigieuse, le véritable boom du bâtiment ne peuvent en effet être illimités,

une période de saturation, était à prévoir. Constatons toutefois que jusqu'ici elle a pu être évitée grâce surtout à une orientation nouvelle des constructions. C'est en grande partie à la construction de locaux à usages commerciaux que cette activité a pu être maintenue à un aussi haut niveau, toutefois il est à prévoir que dans un avenir qui ne saurait être très éloigné, les Pouvoirs Publics devront se préoccuper de rechercher ailleurs que dans l'industrie du bâtiment les éléments nécessaires au maintien de l'activité économique et à la diminution du chômage. Ceux-ci semblent l'avoir trouvé dans une augmentation des armements. En tout cas en ce qui concerne les effets qu'une baisse de l'intérêt peut déterminer sur l'économie nationale, il y a là un exemple caractéristique qui, pour notre pays, est riche en enseignement. Il suffit de comparer les taux que peuvent avoir les emprunteurs britanniques avec ceux qu'obtient le Crédit Foncier en France pour se convaincre du parti que cet organisme pourrait tirer d'une baisse de l'intérêt.

*
**

La baisse de l'intérêt et les Compagnies d'assurances. — Celle-ci a d'autres points de vue ne laisse pas d'avoir une influence en Angleterre et les Compagnies d'assurances en ressentent les effets d'une manière très sensible. Tirant leurs ressources des investissements qu'elles effectuent chaque année, elles ont vu leurs revenus décroître continuellement ⁽¹⁾. La persistance du bon marché de l'argent a donc modifié le niveau des primes ; celles-ci conçues pour répondre

(1) Les Compagnies d'Assurances détentrices d'importantes valeurs d'Etat les ont converties en 1932 : La Prudential Assurance Company a converti £ 14 millions. 12 Compagnies possédant un portefeuille de 263.720.000 de Livres ont converti £ 19.864.000, soit 7,5 % de leur portefeuille.

à un intérêt moyen ont dû être relevées particulièrement dans les assurances-vie, afin d'être en accord avec les nouvelles conditions du marché. De toutes les assurances la branche vie est une des plus influençables par une variation du taux de l'intérêt et il est difficile d'établir une égalité entre les assurés. Les contrats sont souvent de date ancienne, si bien qu'il paraît impossible de réviser les primes sauf quand un événement capital et permanent s'est produit dans les taux d'intérêt. Si de fréquents changements avaient lieu il y aurait des inégalités entre les polices effectuées à des dates qui ne différeraient que de peu et sujettes par conséquent à subir les mêmes vicissitudes pendant toute leur durée. En tout cas de tels ajustements s'ils étaient effectifs, détruiraient la simplicité de méthode de distribution des bonis, aussi la baisse continue de l'intérêt a-t-elle placé les sociétés d'assurances parfois dans un grand embarras. Par ailleurs, la position des souscripteurs s'est trouvée modifiée, trouvant un crédit facile et peu coûteux ils ont eu intérêt à se libérer de leurs obligations par des versements anticipés. Il en est résulté pour les assurances une abondance de fonds précisément dans un temps où les difficultés de placements rémunérateurs s'avéraient de plus en plus problématiques.

IV. — Les Banques

Si la baisse de l'intérêt a apporté à l'économie nationale un stimulant certain, il semble en revanche que la persistance de taux exceptionnellement bas sur le marché monétaire et sur le marché financier ait causé aux banques de la Cité de grosses difficultés. Les

modifications de leurs bilans mettent en lumière l'évolution profonde qu'elles ont subie depuis 1931. L'accroissement des dépôts en banque a coïncidé avec une diminution des placements. L'afflux de l'or et des capitaux étrangers sur la place de Londres ainsi que la politique d'Open market ⁽¹⁾ de la Banque d'Angleterre ont créé à l'intérieur du pays une aisance monétaire et une abondance de disponibilités qui eut pour contrepartie un accroissement des dépôts bancaires. Ainsi qu'en témoignent les statistiques publiées par les principales banques de Londres, le montant total de leurs dépôts passe de £ 1.659 millions en février 1932 à £ 1.983 millions fin 1932. Après une légère diminution en 1933 il atteint £ 1.831 millions en mars 1934, puis il remonte à la fin de 1934 et pendant toute l'année 1935 pour atteindre en janvier 1936 le total de £ 2.092 millions. En février il est encore à 2.053 millions, ainsi le dernier total est le 2 octobre de 24 % plus élevé qu'en septembre 1931 et février 1932.

Parallèlement à cet accroissement des dépôts dans les banques on constate une diminution des placements. La crise économique et les mesures restrictives prises par les gouvernements sont à l'origine de ce resserrement. Le ralentissement des transactions internationales a privé le marché de Londres d'une partie partie de ses opérations les plus profitables. Les acceptations ont fortement diminué et à maintes reprises les merchant bankers ont été dans une situation délicate. La diminution du commerce privé, le marché à court terme d'une partie des effets commerciaux. A la disparition des bank-bills s'ajoute une diminution des

(1) La politique d'open-Market a eu pour effet d'accroître le volume des dépôts bancaires de 12 % de plus que pour l'année 1931 à la même époque.

avances consenties au commerce et à l'industrie, aussi le problème du remploi devient-il de plus en plus difficile à résoudre.

Il l'est d'autant plus qu'au même moment le Gouvernement en vue de préparer la conversion des rentes prend dès 1932 des mesures restrictives.

L'interdiction d'émettre sur la place de Londres des titres étrangers a limité considérablement le choix des placements et a laissé sur le marché des capitaux un excédent. Les banques avec des possibilités de prêts notablement accrues ne trouvent que des débouchés limités, il en résulte une chute profonde des taux d'intérêt qui détermine une évolution de la structure bancaire.

La chute des taux sur le marché à long terme pour être moins profonde que sur le marché à court terme n'en a pas moins une importance capitale. Nous avons vu que les taux d'intérêt dépendent en fait du taux de l'escompte officiel et varient avec lui. La baisse rapide de ce dernier a entraîné une baisse corrélative des premiers. La rémunération des capitaux et les conditions de crédit se sont trouvées radicalement modifiées. Certaines activités qui tiraient leur bénéfice d'une différence des taux d'intérêt ont même dû cesser leurs opérations et modifier leurs emprunts. Dans l'ensemble la structure bancaire a subi une évolution profonde, la baisse anormale des taux d'intérêt est à l'origine de l'évolution nouvelle des placements bancaires et des mesures de défense qui se révélèrent indispensables pour le maintien de certaines activités.

Ainsi qu'en témoigne le tableau ci-dessous et qui retrace à cinq ans d'intervalle la position de dix Clearing banks il s'est produit de grands changements dans la nature des opérations faites par ces banques.

	Février 1931	Février 1936	Différence
Dépôt	1.820	2.053	+ 233
Cash in hand et à la B. A.	190	221	+ 31
Money at call and short notice....	116	151	+ 35
Escompte	301	288	— 13
Investissements ..	309	601	+ 292
Avances	925	800	— 125
Cash reserve	10,4 %	10,8 %	

Traditionnellement les grandes banques anglaises ont toujours essayé de répartir leurs disponibilités de la manière suivante :

Les banques conservent 11 % de leur dépôt en cash, 3,5 % en chèques et fonds conservés à vue dans les autres banques anglaises, 7 % sous forme de prêts au jour le jour et à court terme, 15 % de bills et de Treasury bills et 12 % d'investissements, soit en tout 48,5 %, ce qui représente dans un ordre décroissant leur liquidité. Quant aux avances, M. Hyde estime qu'elles peuvent aller de 50 à 55 %.

En temps normal leurs opérations les plus rémunératrices sont constituées par les avances qu'elles accordent aux entrepreneurs et par l'escompte des effets qui leurs sont présentés. Or, précisément, depuis la crise, assiste-t-on à une diminution continue des avances et de l'escompte. Quant aux acceptations, leur régression est encore plus accentuée. Les avances qui rapportaient 5 % et constituaient une part importante de leur bénéfice diminuent constamment, elles tombent de près de £ 1 milliard, chiffre atteint en septembre 1929 à £ 750 millions en septembre 1933, soit une

diminution totale de 250 millions. Non seulement on constate une diminution des prêts commerciaux, mais une partie des avances a été remboursée dès le début de la reprise économique. Depuis 1929, £ 250 millions d'avances ont été remboursés, si bien que la proportion des avances par rapport aux dépôts ne s'élève plus qu'à 38,9 % en 1933, elle tombe même à 38,5 % en 1935. Or les banquiers considèrent qu'une proportion de 50 % est souhaitable et correspond à une activité commerciale normale. Cette diminution ne tient donc pas à des mesures de restriction prises par les banques, au contraire M. Beaumont Pease dans un discours récent montrait combien peu exigeantes les banques anglaises se montraient actuellement pour consentir du crédit. Cette diminution tient uniquement à l'absence de besoins de crédit de la part des entreprises nationales. De même le montant des escomptes commerciaux diminue sans cesse. Il ne reste plus comme papier escomptable important que les Treasury bills qui pendant toute la période de 1932 à 1936 dominant entièrement le marché de l'escompte, or, l'escompte des Treasury bills rapporte des sommes infimes. Pendant plus de quatre ans les Treasury bills n'ont jamais rapporté plus de 1 % et la plupart du temps ils ont oscillé autour de 0,50 %, et parfois même ils sont tombés jusqu'à 0,25 % (1).

L'escompte bancaire qui en 1932 rapportait en moyenne de 2,1/6 % ne rapporte plus en 1933 que 0,78 %. De si petits profits ne pouvaient convenir aux grandes banques qui versent ordinairement à leurs déposants un intérêt de 2,5 %. L'argent au jour le jour et les *Loans for short periods* sont à 0,50 % de no-

(1) Le Treasury bill s'escomptait au point le plus bas en 1931, à 2 %.

vembre 1934 à juin 1936, pendant la même période les effets à trois mois oscillent autour de 0.60 %. Les banques furent obligées de ce fait de réduire l'intérêt payable à leurs dépôts de province dans beaucoup de cas à 1.5 %. La nécessité de se procurer des ressources et la difficulté d'employer leurs fonds disponibles ont déterminé les banques à modifier leur politique de placement. Dans l'impossibilité d'enrayer la diminution des avances, elles ont recherché dans l'achat de titres d'Etat une rémunération un peu supérieure à celle qu'il leur était possible d'obtenir sur le marché à court terme, les taux anormalement dépréciés qui se pratiquent sur ce marché ont d'ailleurs incité leurs possesseurs à les investir en des placements à long et moyen termes. De tels placements ne sont pas sans inconvénient, ils immobilisent les capitaux flottants dans des opérations portant sur une longue période et diminuent ainsi la liquidité. Ainsi de septembre 1929 à septembre 1935 les portefeuilles « titres » s'élèvent-ils de £ 256 millions à £ 618 millions en mars 1934. Alors que le montant des escomptes et des avances passe par un minimum les investissements s'élèvent de £ 242,5 millions depuis septembre 1931. Leur pourcentage par rapport au total des dépôts qui en 1930 n'était que de 14,3 s'élève en 1935 à 30,8 %, il a donc presque doublé. De plus les banques financent indirectement un chiffre fort élevé de gilt-edged, soit par l'intermédiaire du marché monétaire, soit par l'accroissement des reports en bourse, soit enfin en consentant certaines avances.

a) Marché monétaire. — Depuis la fin de 1934 les banques soucieuses de conserver à une partie de leur « short term money » un rendement de 1 %, acceptent très facilement des fonds d'Etat en garantie. Les

maisons d'escompte qui ne détenaient entre 1927 et 1931 que 20 à £ 30 millions de fonds d'Etat, en détiennent en 1935 de 60 à £ 70 millions et sur ce montant on peut estimer que la moitié a été financée par les prêts des Clearing banks.

b) Une grande partie des reports en banque ont été faits sur des valeurs publiques.

c) Enfin, pour les avances octroyées, il y en a certaines consenties au stock exchange et beaucoup d'avances personnelles garanties par des fonds d'Etat. Ainsi à la fin de 1934 les Clearing banks devaient à elles seules financer directement ou indirectement plus de £ 700 millions de fonds d'Etat ce qui représente environ 37 % de leurs dépôts. La diminution des avances a dû être compensée par l'achat de titres, mais alors que les premiers rapportaient environ 5 % les nouveaux titres achetés ne laissent plus qu'un intérêt de 3 à 3,5 %.

Sur le marché monétaire nous assistons à une évolution analogue. La disparition des effets commerciaux s'accompagne d'une augmentation de Treasury bills. Le montant élevé de la dette flottante anglaise, son renouvellement fréquent, les besoins de la trésorerie à l'époque, de la conversion du War Loan, enfin la création du fonds d'égalesation des changes ont nécessité le placement de nombreux Treasury bills. Le portefeuille « *effets* » a par suite été augmenté. Le chapitre des *bills discounted* passe de £ 256 millions à £ 352 millions de 1931 à 1933, la proportion par rapport aux dépôts s'élevant de 14,6 à 18,1 %. Bien que depuis la chute de la livre les Treasury bills rapportaient excessivement peu ils furent en ces dernières années les seuls placements appréciables qu'ont trouvés les banques sur le marché monétaire, aussi financent-elles une partie importante de la dette flottante. On

peut estimer à 80 % la proportion des Treasury bills dans le portefeuille des grandes banques en 1934 soit environ 180 millions. Par ailleurs les maisons d'es-compte détiennent à la même époque £ 50 millions de Treasury bills.

On arrive ainsi en ajoutant au chiffre des investissements celui des Treasury bills à un montant total voisin de £ 900 millions, soit près de la moitié des dépôts. Ainsi, en prenant comme base d'estimation les années 1929 et 1933, on arrive à l'évolution suivante. Alors qu'en septembre 1929 sur £ 1.800 millions de dépôts les Clearing banks détiennent £ 98 millions de Treasury bills et £ 258 millions de fonds d'Etat, soit 20 % du total des dépôts. En 1933 sur £ 1 957 millions de dépôts, £ 563 millions sont investis en fonds d'Etat et 250 millions en Treasury bills, soit 40 %. La part respective des valeurs d'Etat eu égard au total des dépôts a doublé en quatre ans. Elle atteint aujourd'hui la moitié des dépôts. Si l'on ajoute que le total de la dette de l'Etat atteint £ 8.100 millions, on mesure par là l'importance prise par les banques dans le financement des titres publics dont elles détiennent le neuvième, ainsi que dans le maintien de leur cours à un niveau élevé.

Mais le résultat de cette évolution n'en est que plus évident. Peu à peu les multiples clients des banques diminuent et il ne reste plus qu'un débiteur unique : l'Etat. Ces transformations ne sont pas sans danger. Les investissements aboutissent à diminuer la liquidité, ils risquent de placer l'Etat dans une dépendance trop étroite vis-à-vis des banques, enfin les rémunérations qu'ils procurent sont nettement insuffisantes. A cet égard la baisse exceptionnelle des taux d'intérêt a nécessité de la part des banques des mesures de défense indispensables.

Les profits bancaires dépendent largement de la marge entre l'intérêt payé et celui reçu. La baisse excessive du loyer de l'argent a diminué largement les bénéfices des Clearing banks et a mis les maisons d'escompte en déficit. La différence des taux doit être au moins égale aux frais d'administration et de gestion. Or il apparaît qu'en bien des cas cette différence a été insuffisante pour les couvrir. Dans de telles circonstances les capitaux perdent tout intérêt à s'investir et les banques courent rapidement à leur ruine.

Pour les Clearing banks la baisse des taux s'est traduite par une diminution sensible de leurs ressources. La diminution du volume des placements et des taux, réduit les bénéfices dans un temps où l'accroissement des comptes courants augmente l'importance des sommes à payer aux déposants. Alors que dans les années normales les opérations d'escompte et d'avances rapportent de 2,5 à 4 %, elles ne procurent plus aujourd'hui qu'un intérêt de 0,50 à 1 %.

Ainsi que nous l'avons vu l'escompte des Treasury bills est à peu près gratuit, aussi a-t-il paru impossible de verser aux déposants un intérêt de 2,5 %, ce taux a dû être réduit, il est maintenant de 1,5 %.

Une autre conséquence du bon marché de l'argent a été de détourner les bill-brokers des Clearing banks. Celles-ci leur prêtaient en effet à un taux fixe de 1 % au-dessous de l'escompte officiel soit actuellement au taux de 1 %. Or les bill-brokers dont le bénéfice consiste principalement dans des différences d'intérêts ne pourraient à ce taux retirer aucun bénéfice.

La diminution des effets escomptables leur avait déjà rendu la vie très difficile. Plusieurs maisons avaient dû cesser leurs opérations ou fusionner avec d'autres. Pour conserver une petite marge de bénéfices ils du-

rent recourir à d'autres banques qui leur accordèrent des crédits correspondant aux conditions actuelles du marché. En conséquence ils remboursèrent leurs emprunts auprès des Clearing banks.

La situation des maisons d'escompte n'était pas non plus très encourageante, la profonde dépression du marché à court terme ne laissait à leurs opérations que des profits négligeables. Par ailleurs les Treasury bills qui depuis quatre ans animaient le marché à court terme rendaient dans une large mesure le rôle de l'intermédiaire, superflu.

Il est apparu indispensable de fixer une limite minima au-dessous de laquelle les banques ne prendraient plus de bons du Trésor. L'accord réalisé avec les Clearing banks en septembre 1933 décidait de ne plus accepter de Treasury bills à moins de 0,50 %. Cette mesure a permis le relèvement du taux des Treasury bills qui s'éleva progressivement jusqu'à 1,25 %. A ce niveau les Bill-brokers purent réaliser de petits profits en empruntant à 1 % auprès des Clearing Banks. Mais pendant les quatre années de monnaie à bon marché la situation resta difficile pour les banques, et le taux des Treasury bills a plusieurs reprises s'effondra.

En janvier 1935 les bons du Trésor ne rapportent plus que 0,2 %. Un nouvel accord des banques détermina les conditions auxquelles elles accepteraient désormais des Treasury bills. Ceux-ci ne doivent pas être à une échéance de moins d'une semaine. Jusqu'en 1934 les avances continuent à baisser et ce n'est que depuis 1935 que l'on constate un accroissement simultané des escomptes et des avances. Celles-ci s'élèvent de £ 753 millions à £ 769 millions et permettent d'espérer une amélioration de ce poste au bilan des Clearing. Toutefois la proportion tombe de 40 à 38,5 étant donné l'accroissement des dépôts.

Quant au marché de l'escompte. Malgré une diminution de la dette flottante, la moyenne hebdomadaire des Treasury bills alloués en 1935 fut de £ 37,7 millions contre 39,9 l'année précédente.

Il résulte de cette évolution bancaire qu'un taux d'intérêt anormalement déprécié comme c'est le cas en Angleterre depuis plus de quatre ans, s'il ne profite pas toujours à l'économie nationale suscite en revanche de grosses difficultés auprès du commerce de banque. Travaillant sur des différences d'intérêt le bénéfice des établissements de crédit s'est réduit dans de fortes proportions, de nombreuses maisons ont dû ou se retirer du marché ou fusionner entre elles. A tout point de vue un intérêt un peu supérieur paraît donc souhaitable. Il n'entraverait pas l'essor de l'industrie et la Cité pourrait travailler dans des conditions normales. Une autre conséquence de la restriction des placements a été d'accroître l'importance des Treasury bills sur le marché à court terme. Il y a toujours un risque à lier trop étroitement la dette flottante de l'Etat à l'activité bancaire. Les Pouvoirs Publics perdent une partie de leur indépendance et les banques risquent de voir se réduire brusquement un débouché important. Du point de vue du prêteur la situation n'est guère plus favorable. La dépression du marché monétaire fait passer les capitaux circulants dans des investissements à long et moyen termes pour lesquels ils ne sont pas faits et qui ne leur rapportent que des sommes insuffisantes. Enfin elle les incite à se lancer dans des opérations de spéculation qui créent de graves perturbations. Aussi à maints égards la baisse anormale du taux d'intérêt s'est-elle révélée peu favorable à la prospérité bancaire.

V. — La baisse de l'intérêt et le chômage

Toute reprise de l'activité économique accroît l'offre de travail et contribue de ce fait à la diminution du chômage. L'augmentation des investissements se traduit en définitive par l'embauche d'un certain nombre de travailleurs. Ces investissements dépendant étroitement du taux de l'intérêt seront d'autant plus profitables et partant, d'autant plus nombreux que le loyer de l'argent sera peu élevé. Finalement l'amélioration du marché du travail semble lié à une faible rémunération des capitaux.

La question est pour l'Angleterre d'une importance capitale. Son industrie et son commerce souffrent indépendamment de la crise économique, d'un malaise permanent. Il y a outre-Manche un excès de travailleurs qui même à l'époque de la prospérité ne trouvaient pas à s'employer. Aussi conçoit-on que la possibilité de résorber ce chômage endémique par une action sur le taux de l'intérêt ait particulièrement attiré l'attention des économistes anglais.

M. Keynes dans son livre récent *The general Theory of employment, Interest and money*, apporte à cette étude un soin tout particulier. Selon son opinion, il serait possible grâce à une politique appropriée du taux de l'intérêt de la part des banques et à une politique d'investissement de la part de l'Etat de stabiliser le travail à un niveau très élevé. Pour justifier cette idée, M. Keynes a conçu une théorie très originale et qui sur de nombreux points est en opposition avec les conceptions de l'école classique. Cependant si intéressante que soit cette démonstration, il semble bien qu'elle ne trouve pas dans la pratique une confirmation aussi affirmative que celle qu'il se plaît à reconnaître dans son livre.

M. Keynes étudie en premier lieu les facteurs qui déterminent la consommation des marchandises. Pour lui, la demande effective dépend du volume total des revenus et de l'aptitude à consommer ces revenus. Si le travail s'accroît, les revenus augmentent. Mais comme les gens économisent en général une partie de leurs revenus, il s'ensuit qu'ils peuvent les consacrer à de nouveaux investissements qui eux-mêmes, accroîtront la demande de travail.

Pour que ce processus soit réalisable, il faut évidemment que les épargnants investissent leurs économies, car si celles-ci s'accroissent sans aucune addition dans le volume des investissements il arrivera que la demande effective sera réduite et que les prix tomberont. La réduction des placements entraînera en définitive une diminution des revenus. Et, si les particuliers continuent à économiser comme avant, la demande tombera au-dessous des prix de production. Les placements cesseront et le chômage augmentera. Il faut donc réaliser l'équilibre entre les investissements et l'épargne, et pour cela inciter les épargnants à se dessaisir de leur capital et les industriels à investir. Il est donc nécessaire d'obtenir simultanément un taux d'intérêt suffisamment haut pour inciter les prêteurs à se séparer de leurs liquidités et suffisamment bas pour inciter les emprunteurs à augmenter le volume de leurs investissements et assurer ainsi le plein de la main-d'œuvre.

Or il est bien évident qu'un intérêt élevé diminue l'efficacité marginale du capital. Tel achat de machine qui aurait rapporté un bénéfice de 5 % à son acquéreur est profitable si pour se la procurer il emprunte à 4 %. Si au contraire il doit payer un intérêt de 6 % il s'abstiendra.

Plus le loyer de l'argent sera bas, plus le chômage

diminuera. Mais pour arriver à cette baisse il faut le consentement des épargnants. Aussi M. Keynes est-il amené à parler de la thésaurisation.

Le taux de l'intérêt doit être tel qu'il décide le peuple à tenir sous forme de monnaie une somme exactement égale à la demande effective de monnaie. L'avantage de ne pas thésauriser est représenté par la part nette qui reste après déduction des taxes et après déduction d'un montant nécessaire pour couvrir les risques et les incertitudes propres à chaque emprunt. Les capitalistes accepteront d'autant plus facilement une baisse de l'intérêt s'ils ont l'impression que cette baisse est définitivement acquise et que dans un avenir plus ou moins lointain le loyer de l'argent ne s'élèvera pas. M. Keynes attribue donc aux réactions psychologiques du public une grande importance et c'est aux Pouvoirs Publics qu'il appartiendra de déterminer ces heureuses conditions. Le taux de l'intérêt dépend en définitive de la nécessité d'équilibrer le stock monétaire y compris les dépôts en banque avec la tendance de la communauté à garder des ressources liquides. Il en résulte que le prix du capital est en dehors du contrôle de ceux qui empruntent. Il est couramment déterminé par l'intensité du désir de thésauriser et par l'attitude des banques vis-à-vis du volume des dépôts qu'elles sont disposées à créer. Pour M. Keynes l'entrepreneur est désarmé et ne peut emprunter si le taux d'intérêt est plus haut que celui qui lui permettrait d'offrir le maximum d'emploi. Le remède ne peut être trouvé qu'en agissant sur le public ou par une intervention des autorités monétaires. Si le premier peut être persuadé de diminuer ses ressources liquides ou si les secondes consentent à créer suffisamment de nouvelle monnaie, le taux d'intérêt pourra

tomber jusqu'à ce que l'emploi total de la main-d'œuvre soit assuré.

Ainsi par une action des Pouvoirs Publics sur le public et sur les banques, il serait possible d'amener le taux d'intérêt au niveau nécessaire pour diminuer le chômage. Ce niveau serait nécessairement bas de façon à donner au capital une efficacité marginale maximum. Ceci impliquerait une abondance de disponibilités et dans l'esprit de M. Keynes l'épargne devrait être d'une abondance telle que les investissements ne coûteraient guère plus à l'entrepreneur que les frais d'amortissement.

A l'époque actuelle est-ce réalisable ? L'économiste anglais ne se dissimule pas les obstacles à surmonter. La baisse anormale de l'intérêt en Angleterre n'est pas encore suffisante, selon lui, pour réaliser les conditions d'embauche maximum. Or il semble bien difficile de pouvoir diminuer davantage le loyer de l'argent. Certes on trouvera toujours des capitalistes désireux de prêter à des taux extrêmement faibles. L'expérience prouve toutefois que dans l'ensemble le taux de 2,5 % est un minimum. Certains y ont vu une relation avec la durée de la vie humaine qui en moyenne est estimée à quarante ans. Or en ne plaçant pas son capital et en ne prenant chaque année que 2,5 % de son montant l'épargnant pourrait vivre pendant quarante ans. Il ne consentirait donc à se déssaisir de son argent que si l'intérêt de ses placements était d'au moins 2,5 %

Le seul facteur favorable à l'abaissement serait la prolongation de la vie humaine qui rendrait alors profitable un investissement conclu à un taux inférieur. Mais actuellement cet argument est plus théorique que réel. Beaucoup d'hommes économisent plus à seule fin de laisser quelque chose à leurs héritiers et certains épargnent même pour le plaisir d'épargner.

Quoi qu'il en soit, d'une possibilité de baisse plus accentuée que celle qui se produit actuellement en Grande-Bretagne, M. Keynes a reconnu que le facteur purement monétaire n'était pas toujours suffisant pour écarter le chômage. Dans une époque de crise économique comme celle que nous traversons, il souhaiterait que le renouveau de l'activité fût facilité par le gouvernement ; qu'une politique de grands travaux soit entreprise et que les investissements publics précèdent ainsi la reprise des investissements privés.

Telle est, croyons-nous, la théorie de M. Keynes. Mais est-elle susceptible d'une réalisation pratique, est-elle conforme aux faits ? L'école classique ne le croit pas et M. Pigou ⁽¹⁾ à cet égard ne lui a pas ménagé les critiques.

Par ailleurs l'expérience anglaise est loin de confirmer les idées de M. Keynes. Certes nous avons vu que la baisse de l'intérêt s'était accompagnée d'un essor industriel et d'une diminution du chômage, mais il ne faut pas oublier que les investissements n'ont eu lieu que tardivement et que dans l'ensemble l'économie anglaise n'a pas utilisé toutes les possibilités qu'une baisse du loyer de l'argent permettait d'espérer. Le chômage a diminué, il est tombé de 3.580.000 en janvier 1932 à 1.916.000 en octobre 1935. Il ne pouvait en être autrement dans

(1) La différence fondamentale entre la théorie de M. Keynes et celle de M. Pigou est que ce dernier croit que les conditions de salaires débattues entre entrepreneurs et ouvriers déterminent le salaire réel ; le premier prétend que ces conditions aboutissent seulement à fixer le salaire nominal.

M. Keynes prétend également qu'il n'y a aucune raison de s'attendre à ce qu'une augmentation du salaire nominal détermine une augmentation plutôt qu'une diminution du salaire réel à moins que l'autorité monétaire n'agisse dans un certain sens (élève le taux d'intérêt) pour accroître le chômage. Il montre aussi qu'un abaissement de taux des salaires nominaux n'abaisse pas plus qu'il n'élève le taux des salaires réels à moins que les autorités monétaires ne fassent le nécessaire (abaisse le taux de l'intérêt) pour diminuer le chômage.

une période d'essor économique il a même particulièrement diminué dans les entreprises qui ont bénéficié au plus haut degré du bon marché des capitaux. Ainsi dans le bâtiment il tombe en deux ans (32 à 34) de 29 % à 18 %.

Mais on a l'impression que la reprise de l'activité économique n'apporte pas aux travailleurs l'amélioration qu'ils auraient pu en attendre. L'élévation continue des salaires au cours de la période de prospérité et les exigences des lois sociales ont rendu la main-d'œuvre très onéreuse. L'abondance actuelle des disponibilités détermine au contraire un abaissement du loyer de l'argent de nature à provoquer de nouveaux investissements, et, l'augmentation récente de la production ne s'est pas accompagnée d'une diminution nouvelle du chômage. Les entrepreneurs ayant la possibilité d'accroître ou de moderniser leur outillage dans d'excellentes conditions ont préféré augmenter leurs immobilisations. La rationalisation des entreprises et le machinisme portent un coup très dur à la main-d'œuvre. Cette influence n'est pas une simple hypothèse, elle est confirmée par l'exemple de l'Angleterre et des Etats-Unis. Alors qu'en Grande-Bretagne la production est remontée à un niveau voisin de celui d'avant la crise, le chômage reste plus important. Il n'était en 1928 que de 980.000, il est aujourd'hui du double. En Amérique où le taux de l'intérêt est également très réduit on constate les mêmes difficultés pour résorber le chômage. L'entrepreneur soucieux d'abaisser son prix de revient augmente la part du capital aux dépens du travail.

Aussi bien le niveau des salaires reste-t-il plus bas qu'avant la crise. Les ouvriers n'ont pu se voir embauchés qu'en consentant à une diminution de leur rémunération. Celle-ci déjà infime dans les pays asia-

tiques tend à diminuer aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. En ce qui concerne l'Angleterre, la loi de Rueff est de nouveau vérifiée.

Le chômage a varié en raison directe du rapport entre le niveau des salaires et le niveau des prix. L'un des obstacles à la diminution du chômage serait la fixité des salaires. Or, M. Keynes prétend que les travailleurs attachent une bien plus grande importance au salaire nominal qu'au salaire réel, si bien qu'une politique de travail eu égard au niveau réel des salaires pourra toujours être neutralisée par un changement du coût de la vie. Son argument est vrai pour une courte période de temps, mais si l'on considère une époque assez longue, il ne se trouve plus confirmé.

Quoi qu'il en soit si la prospérité industrielle a permis en ces derniers temps une diminution considérable du chômage, celui-ci est encore loin d'être résorbé et comme il est douteux qu'une baisse plus profonde de l'intérêt se produise, une résorption totale du chômage ne peut être envisagée sous cet aspect.

CONCLUSION

Depuis la chute de la livre, l'Angleterre a connu une ère d'exceptionnel bon marché de l'argent. Dans l'ensemble, les taux sont restés extrêmement bas et, sauf quelques hausses passagères d'ailleurs peu accentuées, ils se sont stabilisés à un niveau très bas. De ce fait, la baisse de l'intérêt a produit en Grande-Bretagne des effets importants. L'assainissement des finances publiques et l'essor industriel et commercial sont deux de ses principales manifestations. La conversion des rentes a apporté à la réalisation de l'équilibre budgétaire une aide indiscutable, et le gouvernement peut s'enorgueillir à juste titre de pouvoir emprunter à des taux inférieurs à ceux qu'il obtenait avant guerre. Le surcroît de prestige qu'il en retire consolide sa position sur les marchés internationaux. La baisse du loyer de l'argent a également réagi sur l'activité économique et l'essor remarquable de certaines industries comme le bâtiment a été directement déterminé par elle. Les dirigeants britanniques ont rapidement compris tout l'avantage que leur pays pourrait retirer d'une stabilisation des taux à leur niveau actuel, et l'on peut dire que le maintien des conditions de crédit facile et à bon marché est devenu un des principes directeurs de la politique économique et financière anglaise. Loin de vouloir critiquer les résultats obtenus en Grande-Bretagne, constatons seulement que le bon marché de l'intérêt ne peut à lui seul satisfaire à tous les besoins de l'économie britannique et qu'une baisse

excessive du loyer de l'argent présente également certains inconvénients que la place de Londres n'a pas manqué de ressentir. Nous avons vu que le marché des acceptations restait déprimé à cause de la restriction des échanges internationaux, que les banques, et plus particulièrement les maisons d'escompte et les Bill-brokers avaient souffert de la dépréciation excessive des taux pratiqués sur le court terme.

D'autres inconvénients se sont révélés au cours des années récentes. Les capitaux flottants ont essayé de retrouver dans des spéculations hasardeuses les gains qu'ils ne pouvaient plus obtenir par un placement normal. Il en est résulté à plusieurs reprises des troubles économiques graves. Les opérations tentées sur le poivre, la gomme laque, l'étain, se sont terminées au début de 1935 par des kracks retentissants. De tels incidents sont infiniment regrettables et leur répétition ne manquerait pas d'entraver l'essor économique.

De même on peut se demander si une rémunération effective de 1,5 % offerte par le Gouvernement pour le placement des bons à 5 ans, comme ce fut le cas en décembre 35, et d'un intérêt de $2 \frac{3}{4}$ % pour un emprunt à 20 ans conclu à la même époque, sont d'un rapport suffisant. De tels taux ne semblent convenir qu'à des capitaux circulants rapidement mobilisables. En tout cas, il ne reste aux rentiers qu'un revenu insuffisant, que la hausse des valeurs en capital compense dans une faible mesure. La persistance d'une dépréciation excessive des taux d'intérêt impose également aux sociétés d'assurances la révision de leurs calculs actuariels, et l'élévation des primes à verser par les souscripteurs. Il serait donc souhaitable que, dans un avenir prochain, le marché de Londres connût des taux plus en rapport avec les conditions normales du crédit.



A cet égard, de nombreuses controverses n'ont pas manqué de s'ouvrir parmi les économistes anglais. L'évolution de la situation financière et les perspectives d'un nouveau déficit budgétaire semblent en effet annoncer une hausse du loyer de l'argent. Le taux d'es-compte des bons du trésor, qui était tombé à 0.2 % au début de 1935, s'élève à près de 1 % en juin 1936. D'autre part, depuis le début de 1936, le cours des *consolidés* a légèrement fléchi et les prix d'émission des emprunts locaux se sont abaissés de 101 à 98,5.

Bien que cette hausse ne soit en rien l'effet d'un changement dans la politique monétaire, elle n'a pas manqué d'attirer l'attention des financiers anglais qui se sont efforcés de prévoir l'évolution future des taux d'intérêt. L'élévation récente du taux de l'intérêt correspond à une modification des conditions de l'offre et de la demande, elle est aussi la conséquence des accords bancaires conclus en 1935 lors de la chute profonde du loyer de l'argent. Dans le même temps que l'offre des capitaux se raréfiait sous l'effet de la thésaurisation étrangère et de la politique poursuivie par le fonds d'égalisation des changes, la demande de crédit s'accroissait tant sur le marché monétaire que sur le marché financier. Nous avons vu que les avances à court terme consenties par les Clearing banks se sont relevées entre 1935 et 1936 de £ 775 à £ 839 millions. De même l'amélioration de l'activité économique pendant cette période a entraîné une recrudescence d'émission, aussi est-il normal que certains économistes aient vu dans cette évolution le signal d'une hausse prochaine du loyer de l'argent.

C'est notamment l'opinion émise par la *Westminster Bank Review*. Selon cette revue, l'accroissement

de l'activité nationale ne serait pas dans les mois suivants le seul facteur qui puisse contribuer à une élévation des taux d'intérêt. Elle attribue à l'évolution de la situation économique internationale et à l'application d'un programme de réarmement une influence importante sur l'avenir du loyer de l'argent. Il est certain qu'une dévaluation monétaire sur le continent serait de nature à entraîner un retrait des capitaux qui étaient venus à Londres chercher refuge. Les événements récents ont prouvé que, sur le premier point, la *Westminster Bank Review* avait vu juste, mais il est encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure les dévaluations monétaires entraîneront un reflux des capitaux. De toute façon, cet exode ne déterminerait pas une élévation du taux de l'intérêt à moins qu'il ne s'accompagnât d'une reprise du commerce international. En effet, la dévaluation de la devise anglaise, en rendant inutile la possession des livres, ferait cesser la thésaurisation et le fonds d'égalisation des changes ne manquerait pas, en défendant la livre, d'exercer une influence de neutralisation.

Le renouveau de l'activité internationale aurait sur la hausse de l'intérêt une influence beaucoup plus nette, car c'est en grande partie à la crise économique que la place de Londres est redevable des facilités de crédit exceptionnellement favorables. Par ailleurs, l'exécution du programme de réarmement ne manquera pas d'augmenter les besoins de crédit de l'Etat, le développement des dépenses militaires a même récemment contribué à l'accroissement de la dette flottante. Bien que le secrétaire financier du trésor ait déclaré que la mise en œuvre du programme de réarmement ne serait pas incompatible avec la politique d'argent à bon marché, il semble difficile que l'accroissement des dépenses budgétaires

ne modifie pas les conditions de crédit. Déjà dans son dernier Budget speech, M. Neville Chamberlain avait laissé entendre qu'un emprunt de consolidation serait sans doute nécessaire. Or, dans les circonstances actuelles, un accroissement de l'appel de l'Etat à l'épargne ne pourrait s'effectuer sans entraîner une hausse du loyer de l'argent à laquelle il serait dangereux de s'opposer. En effet, en voulant neutraliser systématiquement le renchérissement du crédit, la banque d'Angleterre risquerait de se laisser entraîner dans une politique d'inflation qui aboutirait en définitive à une nouvelle dépréciation de la livre sans que, pour cela, les exportations étroitement limitées par les contingentements se trouvent facilitées. Selon la *Westminster Bank Review*, il y aurait donc de fortes chances pour que, dans un avenir proche, les taux s'élevassent, et il serait souhaitable que le Gouvernement ne s'opposât pas à cette élévation.

Cette opinion paraît se fonder sur des arguments sérieux, mais il s'en faut de beaucoup qu'elle soit admise sans discussion dans la cité. Certains financiers, parmi lesquels M. Mac Kenna, ont pensé qu'il n'y a aucune raison de croire que le loyer de l'argent s'élèverait sous l'influence du renouveau commercial et industriel. M. Mac Kenna déclara notamment : « Rien n'empêche aujourd'hui les autorités monétaires anglaises de faire face au développement de demandes de crédit légitimes. La liberté que le Gouvernement possède à cet égard est un des avantages les plus frappants du système monétaire scientifique qui a été institué en Grande-Bretagne. Avec un tel système, rien n'autorise à dire que le loyer de l'argent augmentera lorsque l'activité des affaires aura atteint un certain degré d'inten-

sité ». M. Mac Kenna pense que le fait que la livre est aujourd'hui détachée de l'or permet aux autorités de s'inspirer uniquement des besoins du marché intérieur sans craindre une menace directe pour le change. La création d'un fonds d'égalisation suffit, d'après lui, à assurer la stabilité de la devise.

Les partisans du maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel ne se bornent d'ailleurs pas à développer leurs théories, ils proposent en outre des moyens pratiques pour les réaliser. Ces moyens sont essentiellement : l'accentuation de la politique d'Open Market et la réévaluation des stocks d'or de la banque. Nous avons étudié précédemment le mécanisme de l'Open Market Policy et montré qu'à tout instant l'Institut d'émission était en mesure par les achats de titres d'augmenter le volume du crédit. Rien ne l'empêcherait donc, dans l'hypothèse d'un renchérissement du loyer de l'argent, d'accroître encore son portefeuille « *titres* ». Signalons toutefois qu'une application trop prononcée de l'Open Market Policy ne manquerait pas d'aboutir à une diminution de la ratio ⁽¹⁾, qui pourrait être interprétée d'une manière défavorable dans les milieux financiers. La banque centrale pourrait d'ailleurs aboutir à un résultat identique sans réduction de la ratio. Il lui suffirait d'acquérir de l'or au fonds d'égalisation des changes en contrepartie de Treasury bills, puis de renouveler ensuite son portefeuille de valeurs en se procurant des bons sur le marché libre.

La réévaluation des stocks d'or pourrait, d'après les évaluations, atteindre un montant de 600 millions de livres. Si l'on retire d'une part 250 millions, qui

(1) La ratio est le rapport entre la « réserve » et le total des dépôts à la Banque d'Angleterre.

correspondent à des capitaux susceptibles d'être rapatriés, et, d'autre part, 50 millions à titre de marge pour le cas où la livre subirait une légère réévaluation, il reste un solde net de 300 millions de livres supérieur de 100 millions au stock actuel. Ces 100 millions rendent possible une émission équivalente de billets. Un tel accroissement de la monnaie fiduciaire ne manquerait pas alors d'entraîner une élévation parallèle de l'encaisse des établissements de crédit qui se traduirait en définitive par une élévation des dépôts. De toute façon, soit par le procédé de l'Open Market, soit par la réévaluation de l'encaisse, l'Institut d'émission serait à tout moment capable de maintenir les taux d'intérêt à leur niveau extrêmement bas. La volonté de la banque d'Angleterre à cet égard n'est d'ailleurs pas douteuse. Lors de la tension récente qui s'est manifestée dans le courant de juin dernier, l'Institut d'émission est intervenu sur le marché. Ses achats de titres et d'or ont atteint respectivement 7 et 8 millions, de telle sorte que le taux de l'escompte des Treasury bills, qui s'était relevé à près de 1 %, s'est ensuite abaissé à 3/4 %. Quoi qu'il en soit, des perspectives prochaines d'une hausse de l'intérêt, il n'en reste pas moins évident que, sans interruption pendant 4 ans, l'Angleterre a joui d'une abondance de crédits exceptionnelle pour le plus grand bien de ses finances et de son économie.

A la même époque, l'état du crédit en France n'était malheureusement pas aussi brillant. Le fait que les Pouvoirs Publics ne peuvent en France emprunter qu'à un taux effectif de 5 1/4 %, alors que la trésorerie anglaise trouve des capitaux à 2,5 %, et même pour une période de 5 ans à 1,5 %, ne permet

pas une comparaison très flatteuse. Il y a là un déséquilibre anormal qu'il serait souhaitable de faire disparaître au plus tôt. Aussi l'étude de la baisse de l'intérêt en Grande-Bretagne peut-elle nous apporter des enseignements utiles, et à la lumière de l'expérience anglaise, pourrions-nous peut-être faire bénéficier notre pays des avantages que procure une baisse de l'intérêt. A cet égard, s'il semble difficile de déterminer une baisse du loyer de l'argent par les mêmes méthodes qu'en Angleterre, les dirigeants français n'en ont pas moins à leur disposition des procédés aussi efficaces leur permettant d'obtenir des résultats équivalents.

Si la situation du crédit public en France demeure pénible, ce n'est pas que les Pouvoirs Publics n'aient tenté à maintes reprises de l'améliorer. Dans le même temps que l'Angleterre réalisait un assainissement complet de ses finances, le Gouvernement français s'efforçait de diminuer les charges de sa dette. Le 17 septembre 1932, le Trésor réalisait une grande conversion de 85 milliards. Cette conversion réussissait puisque les demandes de remboursement d'un montant total de 4.520 millions n'excédèrent pas 5 %, mais ce succès fut plus apparent que réel et, sans la rapidité avec laquelle furent conduites les opérations, les remboursements auraient été certainement plus élevés. D'ailleurs la conversion ne s'accompagna pas d'une amélioration du crédit public. Peu de temps après, les nouveaux titres connurent une dépréciation profonde, ce qui montre bien que le taux obtenu par l'Etat ne correspondait pas alors à son crédit réel. Plus récemment, sous le Ministère présidé par M. Flandin, une expérience a été tentée pour alléger le marché financier et lui permettre d'abaisser ses taux d'intérêt par trop disproportionnés avec ceux

du marché monétaire. La faculté de réescompte des bons du trésor à l'Institut d'émission devait, dans l'esprit des dirigeants français, créer des facilités nouvelles dont auraient pu profiter l'industrie et le commerce nationaux. Toutes ces tentatives ont échoué. Le crédit public comme le crédit privé, reste excessivement onéreux, l'Etat ne peut emprunter à moins que 5 1/4 % et même à ce taux il trouverait aujourd'hui difficilement preneur. Les producteurs français subissent un escompte de 5 à 7 %. Quant aux prêts à long terme, ils sont encore plus onéreux. Des organismes comme le Crédit Foncier ne trouvent à emprunter qu'à 7 et 8 % et ce dernier se voit ainsi obligé de cesser ses prêts aux collectivités locales. Si l'on compare ces taux avec ceux pratiqués à la même époque en Angleterre, on serait tenté d'adopter la même méthode que les Anglais, mais les procédés qui ont si bien réussi Outre-Manche seraient-ils susceptibles d'être appliqués en France ?

Il n'est pas douteux qu'une saine gestion financière n'a jamais été l'apanage de tel ou tel pays et pourrait être réalisée en France au même titre qu'en Grande-Bretagne; sa réalisation ne dépend que de la volonté des Pouvoirs Publics. Mais il serait erroné de croire que la politique poursuivie par la Trésorerie anglaise connaîtrait le même succès en France. Une expérience n'a pas une valeur universelle, elle ne vaut que pour le pays dans lequel elle s'est faite, et il serait dangereux de la transposer sans changement. L'Etat qui l'adopterait sans en rien modifier s'exposerait à de cruelles désillusions. Chaque peuple a un tempérament particulier; chaque pays possède une organisation financière et économique différente, des habitudes bancaires spéciales et ce sont précisément tous ces facteurs qui, agissant dans des proportions varia-

bles, créent une certaine ambiance qui fait la réussite ou l'échec de l'expérience. Or nous savons que l'atmosphère est profondément différente en France et en Grande-Bretagne. L'Anglais a un caractère qui n'a rien de commun avec le tempérament français. Le premier possède un calme, un sang-froid et une confiance en ses dirigeants qu'est loin d'avoir le second. Les réactions psychologiques qui jouent en matière de crédit une importance capitale, sont entièrement différentes dans les deux pays. Aussi est-il probable que la politique de restriction qui a été pratiquée Outre-Manche n'aurait pas été supportée sur le continent avec le même esprit de sacrifice. Or c'est finalement à la sévérité des mesures adoptées que l'Angleterre jouit aujourd'hui d'un crédit aussi florissant.

De même il est douteux que le système bancaire français eût apporté au Gouvernement une aide aussi décisive que celle que les Pouvoirs Publics anglais ont trouvée auprès des grandes banques de la Cité. Deux obstacles s'y opposent qui, s'ils étaient envisagés sous un autre point de vue, pourraient être des avantages : d'une part les banques sont ici beaucoup moins puissantes, d'autre part elles ont une indépendance plus grande. Toutefois, avec des moyens adaptés à notre pays, une baisse de l'intérêt n'en pourrait pas moins être efficacement recherchée, mais sa réalisation immédiate, pour être utilement poursuivie, devrait s'accompagner ultérieurement d'une évolution de nos habitudes bancaires.

RÉALISATION IMMÉDIATE

Une politique d'économie de la part des Pouvoirs Publics permettrait la réalisation de l'équilibre bud-

gétaire, la diminution des emprunts publics allègerait le marché financier, le retour à la confiance ferait cesser le thésaurisation.

a) *Equilibre budgétaire*

Il n'est pas douteux que l'effritement du crédit public en ces dernières années résulte en grande partie de la persistance du déficit budgétaire. Après avoir voté pendant la période de prospérité des charges dont la progression ne s'est précisément fait sentir qu'au moment de la crise, les Pouvoirs Publics éprouvent aujourd'hui de grandes difficultés à rétablir l'équilibre du budget. La fixité d'une partie des dépenses limite à cet égard les possibilités de réduction. La politique poursuivie a d'ailleurs été souvent contradictoire. La déflation n'a réalisé que des économies insuffisantes. Les nouvelles conceptions budgétaires inaugurées par M. Blum n'attachent qu'une importance relative à la réalisation immédiate de l'équilibre budgétaire.

De puis plusieurs années, les Gouvernements successifs se sont attachés à restaurer les finances publiques. Les dépenses de l'Etat ont pu être diminuées, mais elles ne l'ont pas été suffisamment pour que l'équilibre soit rétabli. La persistance du déficit a décidé le gouvernement de M. Laval à prendre des mesures plus efficaces. La politique de déflation qu'il a poursuivie serait extrêmement intéressante à étudier, elle aurait pu avoir dans le pays un certain effet si elle avait été continuée pendant un temps plus long. En ce qui concerne les finances publiques elle se caractérise par un prélèvement de 10 % sur la presque totalité des paiements du trésor, ce qui a valu à l'Etat une économie annuelle de 5,5 milliards. D'autres ressources soit de compression soit fiscales

s'y sont ajoutées; le total des ressources ainsi libérées ou dégagées n'a pas été inférieur à 11 milliards. Techniquement l'équilibre aurait donc pu être réalisé. La chute du Ministère n'a pas permis de juger de l'efficacité de cette politique. L'arrivée au pouvoir du gouvernement de front populaire a renversé tout l'édifice de déflation construit par son prédécesseur. Quittant le souci de l'équilibre immédiat des finances publiques, le Gouvernement actuel établit un programme de Travaux Publics à l'américaine dont l'exécution gonflera sensiblement le déficit du Trésor. On saisit du même coup une des causes de l'échec des tentatives faites pour entraîner une baisse du loyer de l'argent. L'instabilité politique ne permet pas de poursuivre avec efficacité une politique monétaire déterminée. Les changements fréquents de direction interdisent aux Pouvoirs Publics des expériences à échéance trop lointaine, vivant au jour le jour les Gouvernements n'ont pas un pouvoir suffisant pour imposer un assainissement réel des finances de l'Etat.

Aussi le déficit persistant nécessite-t-il des recours fréquents à l'épargne.

b) *Recours fréquents à l'épargne*

L'équilibre du budget ne pouvant s'effectuer au moyen des ressources normales, il a fallu que la trésorerie ait recours, dans une mesure de plus en plus grande et de plus en plus fréquemment, aux ressources extraordinaires. Depuis plusieurs années, l'Etat a donc renouvelé ses appels à l'épargne, émettant de nombreux emprunts, ceux-ci se sont fait concurrence et ont contribué à alourdir le marché financier. Si on se rappelle le souci des dirigeants anglais de ne pas emprunter dans la période précédant la

conversion du War Loan, on saisit par là toute la différence d'attitude des deux trésoreries. Les besoins de plus en plus fréquents du trésor ont conduit l'Etat à renouveler ses appels au crédit, simultanément sur le marché financier et sur le marché monétaire. Ces emprunts, par leur importance, sur le marché à long terme, finissent par se faire concurrence, et l'Etat ne peut plus trouver de prêteurs qu'en acceptant des taux de plus en plus élevés. En outre, en absorbant la totalité de l'épargne, ils ne laissent à l'économie nationale que des possibilités d'expansion des plus restreintes. La dette flottante devient également un sujet de préoccupation. Une élévation rapide risque de mettre la trésorerie en difficultés en cas de non renouvellement des bons à court terme. Enfin, les avances de plus en plus fréquentes que la Banque de France consent à l'Etat ne sont pas pour apaiser les craintes des épargnants, aussi conçoit-on que la réalisation de l'équilibre budgétaire, en rendant inutile de nouveaux emprunts, contribue ainsi à la baisse de l'intérêt.

c) La Thésaurisation

L'assainissement des finances publiques entraînerait par ailleurs un retour de la confiance. L'incertitude du lendemain, la crainte d'un effondrement du crédit de l'Etat jointe au malaise politique, à la peur de troubles sociaux, paralysent les transactions. La monnaie au lieu de circuler se cache. Une quantité de billets de banque dont le montant évalué à la fin de 1935 n'est pas inférieur à 25 milliards, sont thésaurisés. Une telle masse de capitaux bloqués constitue une menace pour l'Institut d'émission qui, en cas de crise, aurait à faire face à des remboursements

considérables. En tout cas, le fait que cette monnaie ne sert plus d'instrument d'échange, mais reste immobilisée dans les coffres des particuliers, nuit beaucoup au commerce et à l'industrie. Le manque de confiance et la thésaurisation qui en résulte privent ainsi le pays des avantages qu'une devise rattachée à l'or aurait dû lui procurer dans une période d'instabilité monétaire. Une des tâches les plus urgentes des Pouvoirs Publics est donc de dégeler ces capitaux, et de provoquer des investissements rémunérateurs. Récemment, le Gouvernement s'y est employé. L'emprunt de 10 milliards de bons à court terme émis en juin dernier se proposait d'atteindre ce but, le taux d'intérêt adopté était en effet suffisamment rémunérateur pour inciter les particuliers à y souscrire et il était, d'autre part, suffisamment bas pour ne pas être financé par les capitaux placés dans les caisses d'épargne, que l'appât d'un intérêt trop élevé n'aurait pas manqué d'attirer. Le Ministre des Finances espérait ainsi se procurer de l'argent frais qui aurait pu être utilement versé dans la circulation. Le peu d'entrain des souscripteurs n'a permis qu'une réalisation partielle de ce programme. Ainsi, la stabilité politique et l'équilibre budgétaire restent en définitive les conditions essentielles d'un abaissement du loyer de l'argent en France et, pour être durable, celui-ci doit s'accompagner d'un changement dans nos habitudes de paiement et dans la politique bancaire.

EVOLUTION LOINTAINE

Un développement de la monnaie scripturale et en particulier un emploi plus étendu dans les paiements courants du chèque faciliterait l'aisance monétaire. L'augmentation des dépôts en banque qui en résul-

terait serait des plus favorables à une expansion de crédit. Le chèque, en libérant une partie de la monnaie accroîtrait les disponibilités sur les marchés financier et monétaire, et la capacité d'emprunt sur la place de Paris se trouverait de ce fait considérablement augmentée. Or, l'abondance des capitaux, ainsi que nous l'avons vu, est une des conditions essentielles du bon marché de l'argent. Ce changement, toutefois, impliquerait une modification des mœurs monétaires qui ne peut s'effectuer que progressivement. Une telle évolution dans un pays comme le nôtre, où le public tient à employer dans ses transactions des billets de banque, serait en effet difficile à réaliser. La suppression, ou tout au moins la réduction de la taxe frappant les paiements par chèque, la certitude que les titulaires de comptes en banque ne seraient pas l'objet des rigueurs du fisc et l'institution d'une propagande en faveur du chèque constituent autant de mesures favorables à un emploi plus étendu de la monnaie scripturale. Vouloir augmenter les emprunts à court terme avant que se produise une telle évolution n'aboutirait en définitive qu'à rejeter le fardeau de la dette flottante de l'Etat en grande partie sur l'Institut d'émission, ce serait une forme déguisée d'inflation alors que l'accroissement de la capacité de crédit des banques résultant du développement des paiements par chèque peut être tenue pour une expansion normale du crédit ⁽¹⁾.

(1) Remarquons toutefois que l'importance des émissions fiduciaires assurent aux français une liquidité qui les met à l'abri des runs. En Angleterre où la masse des dépôts bancaires dépasse dans des proportions considérables les possibilités de crédit à la banque centrale, il serait difficile d'assurer la même liquidité et une demande de remboursement conduirait inévitablement à des défaillances graves. Heureusement la Cité compense cet inconvénient par une stabilité financière remarquable qui, jusqu'ici l'a préservée de toute accident.

Cette expansion devrait s'accompagner d'une accentuation du rôle joué par les banques dans le financement des emprunts publics. Nous avons vu qu'en Angleterre l'attitude des banques à l'égard de la politique suivie par le Gouvernement a été un des facteurs déterminants de la baisse de l'intérêt. Les grands établissements de crédit, étroitement solidaires de la banque centrale, ont conjugué leurs efforts. La part des emprunts d'Etat dans leur portefeuille s'est accrue dans de très fortes proportions. Or, en France, une telle politique se heurterait à des difficultés. La concentration bancaire y est moins poussée qu'en Grande-Bretagne. L'indépendance des banques à l'égard de l'Institut d'émission y est aussi plus grande, et de ce fait il est moins facile de réaliser une unité de direction. Etant très nombreux, les établissements de crédit ne disposent pas de capitaux aussi considérables que ceux détenus par les banques anglaises, leurs achats de fonds d'Etat seraient donc moins importants en admettant que les banques acceptent de se constituer un portefeuille important de fonds d'Etat, ce qui, actuellement, n'est pas encore universellement admis. Certes les Pouvoirs Publics trouvent auprès de la Caisse Autonome d'Amortissement, de la Caisse des Dépôts et Consignations, de la Banque de France, des auxiliaires précieux; les deux premières détiennent une part importante des rentes. Par leurs achats et leurs ventes de titres, elles permettent à l'Etat une certaine liberté dans ses émissions. Les Pouvoirs Publics trouvent également dans les fonds déposés dans les Caisses d'Epargne des moyens de placement analogues à ceux que la Trésorerie anglaise trouve auprès des Compagnies d'Assurances qui, dans ce pays, constituent une forme particulière de l'épargne. De même la Banque de France peut

apporter un utile soutien à la politique gouvernementale. Les règles d'émission des billets lui permettent une plus grande liberté qu'à la Banque d'Angleterre. Toutefois, il semble qu'une politique d'Open Market telle que celle qui est pratiquée Outre-Manche, n'entre que difficilement dans les habitudes bancaires. Ainsi, quoique disposant auprès d'organismes publics d'un crédit assez considérable, l'Etat français ne peut songer à trouver sur la place de Paris un mécanisme bancaire aussi souple et aussi puissant que celui possédé par la place de Londres.

La dévaluation monétaire, en faisant perdre au franc environ 30 % de sa valeur, aura peut-être sur l'économie nationale et sur les finances publiques une influence heureuse. Quoi qu'il en soit, il semble bien que le Gouvernement s'oriente vers une politique de crédit à bon marché et qu'à cet égard il prenne exemple sur l'Angleterre. La création d'un fonds d'égalisation des changes et l'abaissement du taux de l'escompte de la Banque de France dans ces dernières semaines en est une des principales manifestations. L'identité des mesures prises par les deux pays rend l'expérience française particulièrement intéressante à étudier. Il reste maintenant à savoir si l'amélioration des conditions politiques et sociales permettra à l'économie nationale d'en retirer un bénéfice aussi appréciable que celui dont ont profité l'industrie et le commerce britanniques.

Vu :

LE DOYEN.
E. ALLIX.

Vu :

LE PRÉSIDENT DE LA THÈSE
M. LESCURE

Vu et permis d'imprimer :

LE RECTEUR DE L'ACADÉMIE DE PARIS,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GENERAUX

- AFTALION. — Monnaie, Prix et Change. *Sirey*, 1927.
- L'or et sa distribution mondiale. *Dalloz*, 1932.
- BAUDIN. — Le crédit. *Aubier*, 1934.
- BELLERBY. — Control of credit as a remedy for unemployment (London) King and Sond. Ltd 1925.
- BOUCLAUD. — L'altération de la Livre Sterling et ses conséquences économiques.
- BOUDAGOWSKY. — La politique monétaire de l'Angleterre depuis l'abandon de l'étalon-or. *Librairie Technique*, 1935.
- CADIOT. — L'évolution des finances publiques de la Grande-Bretagne de 1929 à 1934. — Le redressement financier. *Imp. Bishop*, 1934.
- CAUBOUE. — Les variations du taux de l'escompte de 1921 à 1934, Paris. *Banque*, 1935.
- CHAVETON. — Les finances locales anglaises. *Imp. Belmart*, 1934.
- COSTE. — La lutte pour la suprématie. — Les grands marchés financiers. Paris, Londres, New-York. *Payot*, 1932.
- HERISSON. — Le contrôle du crédit à court terme par la Banque d'Angleterre. *Sirey*, 1932.
- KEYNES. — A Treatise on money. *Macmillan*, 1930.
- The general Theory of employment, interest and money, 1936.
- LESCURE. — Des crises générales et périodiques de surproduction. *Sirey*, 1932.
- POUZIN. — L'évolution économique de la Grande-Bretagne depuis l'abandon de l'étalon-or 1931-1935. *Recueil Sirey*, 1935.

- RIST. — Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires. *Sirey*, 1933.
- SARDA. — La conversion des emprunts de guerre anglais en 1932. *Loviton*, 1934.
- SIEGFRIED. — La crise Britannique au xx^e siècle. *Colin*, 1931.
— La crise de l'Europe. *Calman-Levy*, 1935
- STEHÉLIN. — La politique de l'escompte de la Banque d'Angleterre. *Giard*, 1933.
- TRUPTIL. — Le système bancaire anglais et la Place de Londres. *Sirey*, 1935.

PERIODIQUES

LANGUE FRANÇAISE

- L'activité économique.*
L'Economiste Français.
L'Europe Nouvelle.
L'observation économique.
L'orientation économique.
Revue économique internationale.
Revue d'économie politique.
Revue de Science et Législation financières.
Revue Politique et Parlementaire.
Rapports de la B. R. I.

LANGUES ETRANGÈRES

- Die Bank.*
The Banker.
The Bankers Magazine.
The Barclay's Bank review.
Board of Trade Journal.
Economica.
The Economist.
The Midland Bank review.
Quarterly Journal of Economics.
Revista di Politica Economica.

The Review of economic studies.

The statist.

Summary statistical of the bank of England.

The Westminster bank Review.

JOURNAUX

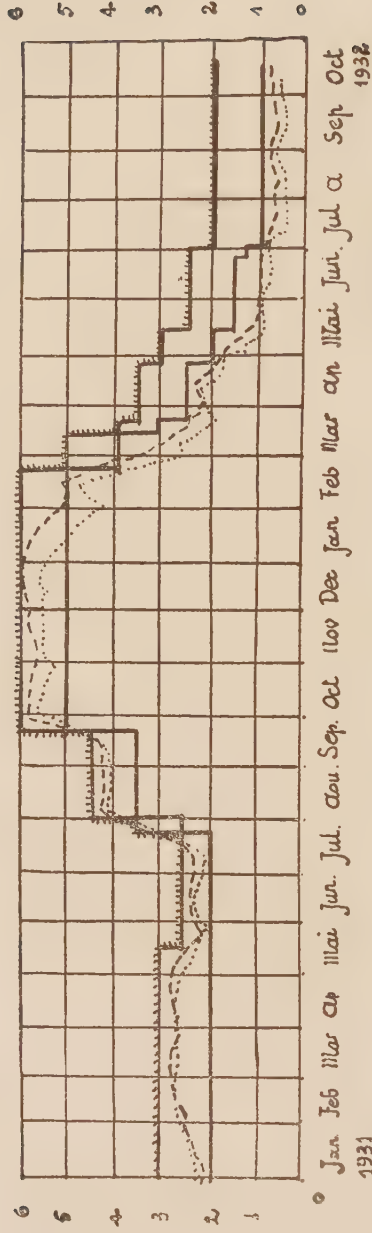
Le Capital.

The Financial Times.

The Manchester Guardian.

Le Temps.

Taux de l'Intérêt à court terme



Taux officiel

Taux des Effets commerciaux à 3 mois

Bons du Trésor (Tender Rate)

Taux minimum des Emprunts à court terme (Clearing Bank)

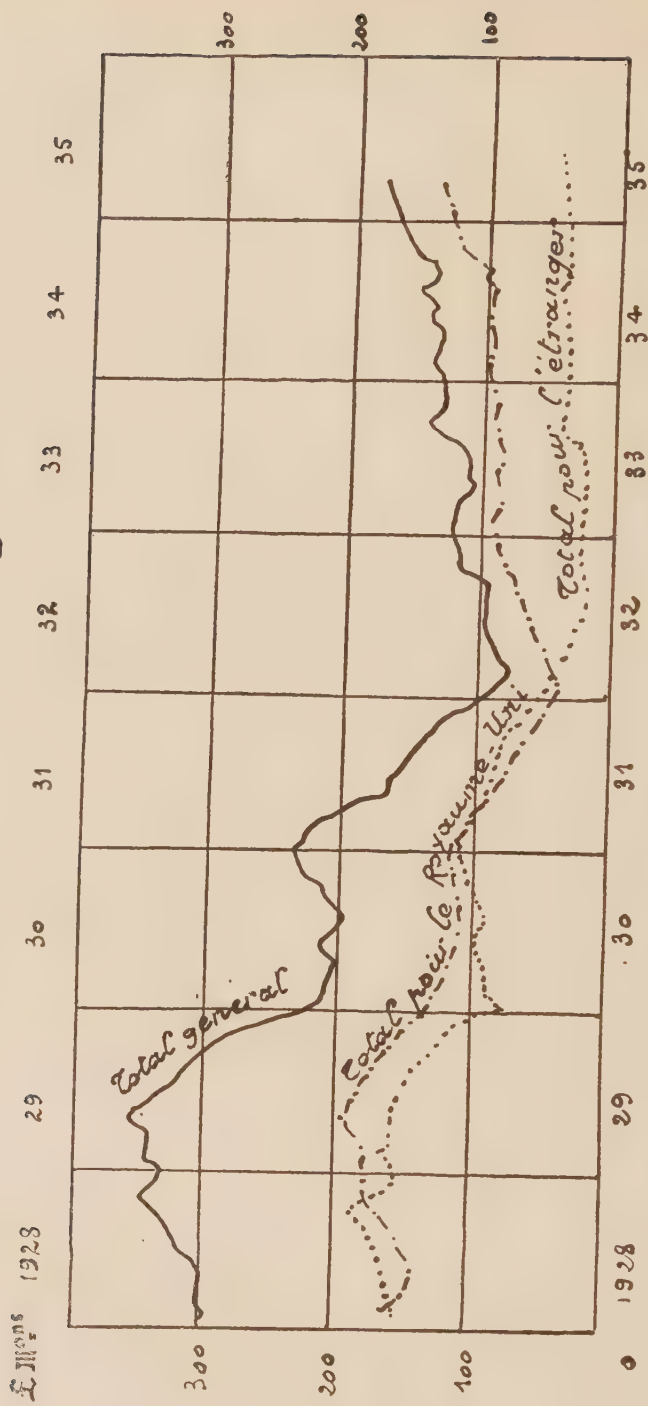
d'après l'Economist

Taux d'Interets.



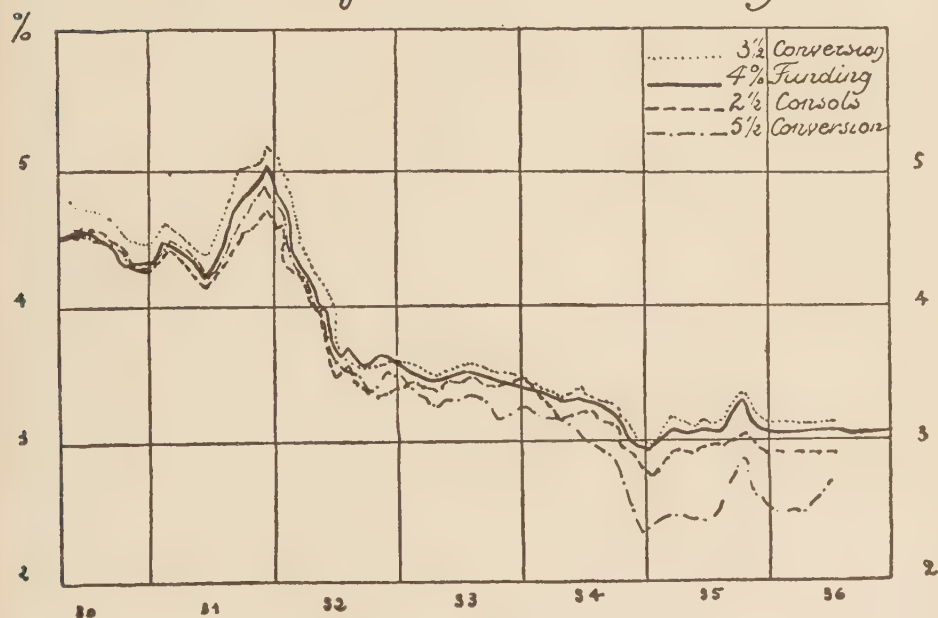
- d'après l'Economist -

- Emissions nouvelles -



d'après le .. Statistical Summary of the Bank of England.

Taux des Valeurs d'Etat anglaises



d'après le "Statistical Summary
of the Bank of England."

TABLE DES MATIERES

<i>Introduction.</i> — Nécessité d'une politique de crédit : avantages théoriques, possibilités pratiques	1
--	---

PREMIERE PARTIE

LES FACTEURS DE LA BAISSÉ DE L'INTÉRÊT

A. — *Circonstances fortuites :*

I. — Circonstances particulières au peuple anglais :	
a) Les institutions et le tempérament anglais :	
1° Les mœurs parlementaires. La Trésorerie.	
Amour-propre et confiance du peuple anglais ;	
2° <i>Conséquences</i> : minimum de réactions devant	
la chute de la livre sterling, absence de thésau-	
risation	10
b) Importance du groupe sterling dans l'économie	
mondiale :	
1° Place prépondérante de la Grande-Bretagne au	
point de vue : industriel et commercial, finan-	
cier, politique ;	
2° <i>Conséquences</i> : au point de vue extérieur : la	
dévaluation a déterminé une orientation nou-	
velle des échanges. Au point de vue intérieur :	
stabilité de prix	12

II. — Circonstances indépendantes du peuple anglais :

a) Situation mondiale très troublée :	
1° Crises économique, financière, politique ;	

2° <i>Résultats</i> : importance des capitaux flottants ; afflux de l'or et des devises sur la place de Londres. Aisance monétaire	21
--	----

B. — *Politique délibérée* :

I. — Action des Pouvoirs Publics :

1° Restauration de l'équilibre budgétaire ;	
2° Création d'un fonds d'égalisation des changes ;	
3° Attitude de l'Etat à l'égard du marché des capi- taux, diminution des emprunts de la Tréso- rerie ; interdiction des émissions pour compte étranger	27

II. — Soutien de la Cité :

1° Facilité étant donné l'organisation de la Cité et les habitudes bancaires ;	
2° Possible grâce à l'action de la Banque d'Angle- terre : sur le prix du crédit, sur le volume du crédit ;	
3° Efficace par les achats de titres des grandes banques	42

DEUXIEME PARTIE

LES EFFETS DE LA BAISSÉ DE L'INTÉRÊT

A. — *Sur les finances publiques* :

I. — Situation du crédit public à la veille des conver-
sions ; nécessité d'un redressement financier :

1° Défense de la Livre ;	
2° Réalisation de l'équilibre budgétaire : aggra- vation de la fiscalité ; diminution des charges de la dette : en capital ; en intérêt	61

II. — La Trésorerie et le marché à court terme :

- 1° La dette flottante : sa composition ; son montant ;
- 2° L'allègement dû à la baisse des taux d'intérêt 75

III. — La Trésorerie et le Marché à long terme :

- a) La conversion :
 - 1° Mesures prises pour assurer sa réussite ;
 - 2° Importance de l'opération 84
- b) Les effets de la conversion :
 - 1° Allègement immédiat des charges de la dette, d'où excédents budgétaires dégrèvements d'impôts ;
 - 2° Abaissement ultérieur du taux de l'intérêt sur le marché financier 92

IV. — La baisse de l'intérêt et les collectivités publiques :

- 1° Les Dominions ;
- 2° Les collectivités locales 104

B. — *Sur l'Economie Nationale.*

I. — Situation de l'industrie et du commerce britanniques :

- a) Aspect de la question ;
 - 1° Avant la reprise : persistance de la crise économique ; maintien d'une monnaie surévaluée ; existence d'un prix de revient trop élevé ;
 - 2° Depuis la reprise : son caractère ; son importance 110
- b) L'expansion monétaire en tant que facteur de la reprise industrielle :
 - 1° Aisance monétaire ;
 - 2° Baisse de l'intérêt 122

II. — Le marché monétaire et l'activité industrielle :

- 1° Importance de la baisse de l'intérêt ;
- 2° Effets de cette baisse 125

III. — Le marché à long terme et la reprise industrielle :

a) Aperçu général :

- 1° Participation tardive ;
- 2° Profit moindre 132

b) Les conversions industrielles 138

c) La baisse de l'intérêt et les nouvelles émissions industrielles :

- 1° Nature et importance des émissions ;
- 2° Aide des pouvoirs publics : création d'organismes de crédit ;
- 3° Conséquences de la baisse de l'intérêt pour certaines industries : accroissement des investissements publics ; essor de l'industrie du bâtiment ; situation des compagnies d'assurances 141

IV. — Les banques :

- 1° Leur situation ; évolution de leurs placements ;
- 2° Les accords bancaires 155

V. — La baisse de l'intérêt et le chômage :

- 1° La théorie de M. Keynes ;
- 2° Critique de cette théorie 166

Conclusion :

- 1° Appréciation ;
- 2° Perspectives d'avenir : théorie de la Westminster Bank ; théorie de M. Mac Kenna ;
- 3° Possibilités d'application à la France. Sa réalisation immédiate suppose : l'équilibre budgétaire ; la diminution des recours à l'épargne ; la fin de la thésaurisation. — Elle implique à longue échéance : un développement des paiements par chèques ; une évolution de la politique bancaire 173

IMPRIMERIE DE LA LIBRAIRIE GÉNÉRALE
-- DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE --
- - - - PARIS - - - -
